



# Les techniques des produits dérivés et leurs champs d'application au café du vietnam

Thi Nhung Nguyen

## ► To cite this version:

Thi Nhung Nguyen. Les techniques des produits dérivés et leurs champs d'application au café du vietnam. Economies et finances. Université de Bordeaux, 2015. Français. NNT : 2015BORD0333 . tel-01282409

**HAL Id: tel-01282409**

**<https://theses.hal.science/tel-01282409>**

Submitted on 3 Mar 2016

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

THÈSE PRÉSENTÉE  
POUR OBTENIR LE GRADE DE

**DOCTEUR DE**

**L'UNIVERSITÉ DE BORDEAUX**

ECOLE DOCTORALE : ENTREPRISE, ECONOMIE, SOCIÉTÉ (EES)  
SPÉCIALITÉ : SCIENCES ÉCONOMIQUES

**Par Thị Nhung, NGUYỄN**

**LES TECHNIQUES DES PRODUITS DÉRIVÉS ET LEURS  
CHAMPS D'APPLICATION AU CAFÉ DU VIETNAM**

**Sous la direction de : Yves JEGOUREL**

**Soutenue le 09/12/2015**

**Membres du jury :**

M. CHALMIN, Philippe	Professeur	Université Dauphine	Rapporteur
M. DINH, Xuan Cuong	Enseignant- Chercheur	Hanoi University of Economics and Business (VNU-UEB)	Suffragant
M. DUPUY, Michel	Professeur	Université de Bordeaux	Président
M. JEGOUREL, Yves	Maître de conférences	Université de Bordeaux	Directeur de thèse
M. REY, Serge	Professeur	Université de Pau et des Pays de l'Adour	Rapporteur

## **Titre : Les techniques des produits dérivés et leurs champs d'application au café du Vietnam**

**Résumé :** La thèse a pour but principal de trouver des solutions permettant l'amélioration de l'efficacité de la couverture des risques chez les intervenants vietnamiens du café à travers la négociation sur les bourses de marchandises. Comme toute matière première faisant l'objet d'un échange international important et sujette à une financiarisation de ses marchés, le café connaît des fluctuations de prix considérables qui ne sont pas sans conséquence sur la rentabilité et la pérennité des entités productrices, mais également sur les recettes d'exportation des principaux pays producteurs. La question de la gestion du risque de prix et implicitement, celle portant sur la pertinence de l'usage des produits dérivés comme outil de « hedging », sont en effet centrales.

Pour tenter d'appréhender dans quelle mesure les produits dérivés sont applicables au cas des producteurs de café vietnamiens, cette thèse s'est attachée en premier lieu à mieux comprendre comment s'organise le circuit de commercialisation du café au Vietnam et à déterminer si l'intervention accrue des intermédiaires (négociants, commerçants industriels) - avant que le produit transformé n'arrive entre les mains du consommateur- fait sens. Chacun de ces différents intervenants est exposé à un nombre important de risques, ayant un impact direct ou indirect sur le prix auquel sera vendue commercialement la matière physique. Les producteurs sont naturellement exposés au risque de baisse des prix, tandis que les intermédiaires, qu'ils soient transformateurs ou « simples » négociants sont exposés au risque d'une réduction de leur marge d'intermédiation. Ils achètent en effet le produit pour le revendre mais la simultanéité des opérations est rare. L'ampleur du risque de prix auquel ils sont assujettis est, de ce point de vue, le plus souvent considérable par rapport à sa marge commerciale. Cette thèse a essayé en cela de déterminer quelles étaient les solutions les plus appropriées pour les producteurs vietnamiens afin de se protéger à court terme contre une évolution défavorable des prix. Ceci nous a amené à considérer la pertinence du recours aux marchés à terme nationaux du café, comme celle de l'utilisation des produits dérivés offerts sur les places boursières internationales.

Pour les produits d'exportation et notamment le café, des marchés internationaux de type « Futures » (ou organisés) comme celui de Londres qui traite le café Robusta ou du Chicago Mercantile Exchange – CME, coexistent en effet avec des bourses de marchandises ou des marchés à terme, de type « Forward » n'ayant pas le périmètre des précédents, en Inde, en Chine mais également au Vietnam. Le recours à l'un ou l'autre de ces marchés ne procède pas d'une analyse évidente, chacun ayant leurs avantages et leurs contraintes propres. Nous appuyant sur la littérature existant sur l'utilité des marchés à terme commerciaux et financiers, nous évaluons ainsi leurs intérêts respectifs pour l'économie vietnamienne. On ne saurait de ce point de vue réduire la fonction des marchés organisés de matières premières à la seule fonction de gestion des risques, tant leurs rôles dans la diffusion de l'information et la mise en œuvre de stratégies de stockage peut, dans certains cas, être incontournables. Sur la base de cette évaluation, cette thèse a également pour ambition de proposer quelques voies d'amélioration de la gestion du risque de prix et les politiques de stockage au sein de la filière caféicole vietnamienne.

**Mots clés:** Les produits dérivés, la gestion des risques, la couverture des risques, le café, le Vietnam, la bourse de marchandises, le BCEC (BuonMaThuot Coffee Exchange Center), la VNX (Vietnam Commodity Exchange), la production du café, la négociation du café sur la bourse de marchandises.

## **Title: Techniques of commodity derivatives and their application to coffee of Vietnam**

**Abstract:** The main objective of the thesis is to find solutions to improve the effectiveness of risk management for Vietnamese coffee stakeholders through trading on commodity exchanges. Like any agriculture products being subject to an important international exchange, coffee is known as a price significantly fluctuated product, which impacts not only the profitability and sustainability of producing entities, but also the export value of the major producing countries. The issue of management of price risk and implicitly, which relates to the appropriateness of the derivatives usage as hedging tools are central in fact.

In order to understand how derivatives are applicable in the circumstances of Vietnamese coffee producers, the thesis focused primarily on studying about how to organize the coffee supply chain in Vietnam and foreseeing whether more intervention from intermediaries (traders, industrial shopkeepers) – before the product arrives the consumer – causes any effects. Each participant may face many risks, which has a direct or indirect impact on the product sale price. Producers are exposed to the risk of falling prices while intermediaries (processors or “simple” traders) are exposed to the risk of reducing their intermediation margin. In fact, they buy the product to resell but the two activities (selling and buying) are not done in a simultaneous way. From this point of view, the risk level to which they are exposed is usually significant in comparison with their commercial margin. The thesis tried to define which the most appropriate solutions should be taken by Vietnamese coffee producers in order to protect themselves against short-term unfavorable prices. This led us to consider the relevance of domestic as well as international coffee futures markets.

For exporting products like coffee, there are two types of market which coexist: *The Future Market (or organized market)* - such as ICE Europe in London which deals Robusta coffee, ICE Futures U.S with Arabica coffee, CME and CBOT, the oldest and most active commodity exchange in the United States, and *the Forward Market* which is in India, China and Vietnam. There's no better market since each type has its advantages and disadvantages. However, based on the previous research of commodity and finance exchange, we could estimate its respective interests for the Vietnamese economy leading to the possibility of optimizing only to the risk management function. Therefore, its roles in information dissemination and the implementation of storage policies may be unavoidable in some cases. According to this evaluation, the thesis also aims to propose some methods of improving the price risk management and storage policies in the Vietnamese coffee sector.

**Keywords:** Derivatives, Risk management, Hedging, Coffee, Vietnam, Commodity Exchange, BuonMaThuot Coffee Exchange Center (BCEC), Vietnam Commodity Exchange (VNX), Coffee Production, Coffee trading on Commodity Exchange

## REMERCIEMENTS

*Je tiens d'abord à exprimer ici ma profonde gratitude à Monsieur le Professeur Yves JEGOUREL pour ses conseils très utiles tout au long de la rédaction de ma thèse. Sa rigueur scientifique et ses remarques toujours constructives ont été des éléments essentiels contribuant à l'amélioration de mon travail.*

*Je profite de cette occasion pour exprimer ma reconnaissance au Gouvernement français (à travers l'Ambassade de France au Vietnam, le CROUS de Bordeaux et Campus France) qui m'a attribué une bourse pour suivre la thèse en Economie et Finance internationales à l'Université de Bordeaux.*

*Enfin, je voudrais adresser mes sincères remerciements à ma famille ainsi qu'à mes amis qui m'ont beaucoup encouragée et soutenue pour achever cette thèse de recherche.*

**NGUYEN Thi Nhung**

## ABREVIATIONS

1.	AFD	: Agence Française de Développement
2.	AFTA	: ASEAN Free Trade Area
3.	AIA	: ASEAN Investment Area
4.	AMF	: Autorité des marchés financiers
5.	APD	: Aide Publique au Développement
6.	APEC	: Asia Pacific Economic Cooperation
7.	ASEAN	: Association of Southeast Asian Nations
8.	ASP	: Application Service Provider
9.	BCEC	: BuonMaThuot Coffee Exchange Center
10.	BIDV	: Bank for investment and development of Vietnam
11.	BRVM	: Bourse régionale des valeurs mobilières
12.	CBOT	: Chicago Board of Trade
13.	CEA	: Commodity Exchange Authority
14.	CEPT	: Agreement on the Common Effective Preferential Tariff
15.	CFTC	: Commodity Futures Trading Commission
16.	CME	: Chicago Mercantile Exchange
17.	COFEI	: Coffee Futures Exchange India
18.	CSRC	: China Securities Regulatory Commission
19.	CZCE	: China Zhengzhou commodity exchange
20.	DCE	: Dalian commodity exchange
21.	ESP	: Extranet Service Provider
22.	ETF	: Exchange Traded Funds
23.	GFA	: Grain Futures Act
24.	GOI	: Government of India
25.	ICA	: International Commodity Agreement
26.	ICCA	: International Cocoa Agreement
27.	ICO	: International Coffee Organization
28.	ICoA	: International Coffee Agreement
29.	IMF	: International Monetary Fund
30.	INRA	: International Natural Rubber Agreement
31.	IPC	: Integrated Program for Commodities
32.	ISA	: International Sugar Agreement
33.	ISVs	: Independant Software Vendors
34.	ITA	: International Tin Agreement
35.	LIFFE	: London International Financial Futures and Options

	Exchange	
36. MARD	:	Ministry of Agriculture and Rural Development of Vietnam
37. MCX	:	Multi Commodity Exchange
38. MDEX	:	Malaysian Derivatives Exchanges
39. MIF	:	Marché des Instruments financiers
40. MOIT	:	Ministry of Industry and trade of Vietnam
41. NCDEX	:	National Commodity & Derivatives Exchange Limited
42. NMCE	:	National Multi-Commodity Exchange of
43. OECD	:	Organization for Economic Cooperation and Development
44. OPEC	:	Organization of the Petroleum Exporting Countries
45. PG BANK	:	Petrolimex group Commercial Joint Stock Bank
46. SBV	:	State Bank of Vietnam
47. SEC	:	Securities and Exchange Commission
48. SFTI	:	Secure Financial Transaction Infrastrucutre
49. SHFE	:	Shanghai Futures Exchange
50. SIMEX	:	Singapore International Monetary Exchange
51. SRE	:	Système de récépissé d'entrepôt
52. SSC	:	State Securities Commission
53. TECHCOMBANK	:	Vietnam Technological and Commercial Joint Stock Bank
54. TOCOM	:	Tokyo Commodity Exchange
55. TWLB	:	Tanzania Warehouse licensing Board
56. UNCTAD	:	United Nations Conference on Trade and Development
57. USAID	:	United States Agency International Development
58. UTP	:	Universal Trading Platform
59. VCB	:	Bank for foreign trade of Vietnam
60. VCCB	:	Vietnam Coffee Coordinating Board
61. VICOFA	:	Vietnam Coffee Cocoa Association
62. VIETINBANK	:	Vietnam Joint Stock Commercial Bank for Industry
63. VINAFOREX	:	Le marché des changes du Vietnam
64. VNX	:	Vietnam Commodity Exchange
65. WB	:	World Bank
66. WTO	:	World Trade Organization
67. XDP	:	Exchange Date Publisher
68. ZCE	:	Zhengzhou commodity exchange
69. ZGWM	:	Zhengzhou Grain wholesale market

## TABLE DES MATIERES

<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>1</b>
<b>I. COMMENT S'ORGANISE LA FILIERE DU CAFE AU VIETNAM? .....</b>	<b>6</b>
<b>1. La caféiculture au Vietnam.....</b>	<b>7</b>
1.1. Tây Nguyên – le cœur de la caféiculture vietnamienne.....	7
1.2. L'augmentation régulière de la production du café .....	7
1.3. La tendance à la montée de la transformation locale du café .....	8
1.4. La productivité élevée du café vietnamien .....	9
1.5. La part importante des producteurs individuels.....	10
1.6. Une qualité de café insuffisante au Vietnam .....	11
1.6.1.L'expansion spontanée des exploitations de caféiculture et le vieillissement des caféiers.....	12
1.6.2.Le non-respect des techniques de récolte du café .....	12
1.6.3.Les méthodes simples de traitement post-récolte du café .....	13
1.6.4.La mise en place des politiques du soutien en faveur de la caféiculture .....	14
<b>2. Le développement de la commercialisation domestique du café.....</b>	<b>16</b>
2.1. L'élargissement des divers canaux d'achat au Vietnam .....	16
2.2. Un marché domestique du café en plein essor.....	17
2.2.1.L'augmentation de la demande domestique de café .....	17
2.2.2.La diversité du système de distribution du café .....	18
2.2.3.La stimulation de la promotion commerciale domestique .....	18
<b>3. L'exportation directe – Principale méthode de la vente internationale du Vietnam .....</b>	<b>19</b>
3.1. Le développement de l'exportation du café.....	19
3.1.1.La croissance de la valeur et du volume d'exportation du café .....	19
3.1.2.Des marchés étrangers d'envergure pour le café vietnamien.....	20
3.2. La vente internationale du café au FOB Hô-Chi-Minh-Ville .....	21
3.3. Les caractéristiques des exportateurs de café vietnamiens .....	21
3.3.1.La participation active des entreprises étrangères .....	21
3.3.2.La petite et moyenne taille des entreprises vietnamiennes et leurs efforts de recherche des partenaires étrangers .....	21
3.4. Le renforcement des activités de soutien pour l'exportation directe du café .....	22
3.4.1.Les activités sur le contrôle de la qualité du café exporté.....	22
3.4.2.Les divers services des banques commerciales .....	23
3.4.3.La mise en place de soutiens par le Gouvernement vietnamien.....	24
<b>II. LA PROBLEMATIQUE DE LA COUVERTURE DES RISQUES DU CAFE CHEZ LES INTERVENANTS VIETNAMIENS .....</b>	<b>26</b>
<b>1. La commercialisation du café et les risques qui lui sont associés .....</b>	<b>26</b>
1.1. Les caractéristiques « sensibles » du café – la grande préoccupation des producteurs ..	26
1.2. La distribution du café à travers plusieurs niveaux d'intermédiaires au Vietnam.....	27
1.3. Les difficultés relatives à la gestion des stocks et le mauvais choix de la période de vente du café .....	28
1.4. La forte fluctuation du prix du café au Vietnam et dans le monde.....	29
1.5. Le risque de change dans le commerce international du café et la gestion du taux de change du Gouvernement vietnamien.....	30



<b>2. La couverture des risques des producteurs/exportateurs du Vietnam et les inconvénients .....</b>	<b>34</b>
2.1. La reconnaissance des risques au Vietnam .....	34
2.2. Les mesures de couverture des risques au Vietnam .....	35
2.2.1. Le stockage temporaire – l’outil de gestion des risques du café au niveau national et les avis différents sur ses effets .....	35
2.2.2. La diversification et mécanismes assurantiels – deux mesures populaires de la gestion des risques au Vietnam .....	36
2.2.3. La mise en place de la couverture des risques du café par les opérations sur la bourse de marchandises au Vietnam .....	37
<b>III. L’OBJET ET LE PLAN DE LA THESE .....</b>	<b>39</b>
1. L’objet de la thèse .....	39
2. Le plan de la thèse.....	39
<b>PARTIE 1 – LE FONCTIONNEMENT DE LA BOURSE DE MARCHANDISES .....</b>	<b>41</b>
<b>CHAPITRE 1 – LA BOURSE DE MARCHANDISES ET LE RÔLE DE LA COUVERTURE DES RISQUES .....</b>	<b>41</b>
<b>I. LA BOURSE DE MARCHANDISES DANS LA LITTERATURE .....</b>	<b>41</b>
1. Les besoins de la couverture des risques – raison de l’apparition du marché à terme .....	41
1.1. La gestion traditionnelle des risques du prix de marchandises.....	42
1.2. La gestion du risque de prix par des instruments de marché .....	44
1.2.1. La naissance du marché à terme .....	44
1.2.2. L’organisation d’une bourse de matières premières.....	47
2. Le contrat à terme et option – produits principaux d’un commodity exchange.....	49
2.1. Le fonctionnement théorique d’un contrat à terme.....	50
2.2. L’option et le droit de choisir le prix le plus avantageux ainsi que la détermination de la perte maximale.....	53
2.3. Les facteurs importants de succès d’un contrat à terme .....	55
3. Les intérêts et limites d’un marché future.....	56
3.1. Les intérêts .....	56
3.1.1. Le transfert des risques .....	56
3.1.2. L’assurance du paiement par les activités de compensation .....	58
3.1.3. L’apport de l’effet de levier.....	60
3.1.4. La mise à disposition d’informations transparente.....	60
3.2. Le risque de base.....	61
<b>II. LA BOURSE DE MARCHANDISES AUX PAYS EN VOIE DE DEVELOPPEMENT .....</b>	<b>63</b>
1. La négociation sur la bourse de marchandises aux pays en voie de développement .....	63
1.1. Le besoin de négocier sur la bourse de marchandises aux pays en voie de développement .....	63
1.2. Le choix de la bourse internationale ou domestique de marchandises dans les pays en voie de développement .....	64
2. Les effets d’une bourse de matières premières dans les pays en voie de développement.....	66
2.1. Quelle incidence sur la gestion des risques ?.....	66

2.2. Les risques .....	66
<b>CHAPITRE 2 – LA NEGOCIATION DU CAFE SUR LA BOURSE DE MARCHANDISES AU VIETNAM.....</b>	<b>68</b>
<b>I. L’EXECUTION DES OPERATIONS SUR LES COMMODITY EXCHANGE AU VIETNAM .....</b>	<b>68</b>
<b>1. Les banques commerciales du Vietnam – agents de réception des ordres dans la négociation sur les commodity exchange internationaux.....</b>	<b>68</b>
1.1. Le processus d’exécution des ordres sur produits dérivés des banques commerciales.....	70
1.1.1. La signature du cadre-contrat et l’ouverture du compte client.....	70
1.1.2. La mise à jour de la position du client.....	70
1.1.3. L’exécution des ordres pour le client .....	71
1.1.4. Le contrôle des risques et la réévaluation selon le prix réel.....	71
1.1.5. La confirmation des transactions et la compensation.....	72
1.2. Les moyens techniques opérationnels de passation des ordres.....	72
1.3. Les autres services de bourse offerts les banques commerciales vietnamiennes .....	72
<b>2. La négociation du café sur les bourses vietnamiennes de marchandises.....</b>	<b>73</b>
2.1. La négociation au comptant et à terme du café Robusta sur le centre du café BuonMaThuot (BCEC).....	74
2.1.1. Le fonctionnement opérationnel du BCEC .....	74
2.1.2. Les catégories de membres sur le BCEC .....	75
2.1.3. Le contrat au comptant et Future du café sur le BCEC.....	76
2.1.4. L’organisation de la négociation sur le BCEC .....	78
2.2. La négociation à terme des café Robusta et Arabica sur la Vietnam Commodity Exchange (VNX) .....	81
2.2.1. La plate-forme de trading de VNX.....	81
2.2.2. Les catégories de membres de la VNX .....	81
2.2.3. Les contrats à terme du café aux normes nationales et internationales sur la VNX .....	82
2.2.4. L’organisation de la négociation sur la VNX.....	85
2.2.5. Les avantages de la VNX par rapport au BCEC .....	87
<b>II. L’ECHEC DE LA NEGOCIATION DU CAFE SUR LA BOURSE DE MARCHANDISES AU VIETNAM .....</b>	<b>88</b>
<b>1. Un bilan décevant.....</b>	<b>88</b>
1.1. Une activité réduite des banques commerciales sur les matières premières.....	88
1.2. L’arrêt du BCEC et de la VNX.....	89
<b>2. Les raisons d’un échec.....</b>	<b>93</b>
2.1. Le poids des habitudes commerciales en question .....	93
2.2. Une expérience insuffisante de la négociation sur les bourses de marchandises au Vietnam.....	94
2.3. Les inconvénients du système législatif Vietnamien.....	95
2.3.1. Le retard des textes juridiques.....	96
2.3.2. Les inconvénients des articles relatifs au trading.....	96
2.4. Une relative inactivité des banques commerciales du Vietnam .....	97
2.5. Les inconvénients intrinsèques des bourses du café du Vietnam .....	98
<b>PARTIE 2 – LE DEVELOPPEMENT DE LA COUVERTURE DES RISQUES DU CAFE A TRAVERS DE LA NEGOCIATION SUR LES COMMODITY EXCHANGES DU VIETNAM.....</b>	<b>99</b>

<b>CHAPITRE 3 – REPENSER LA NEGOCIATION SUR LES BOURSES DE MARCHANDISES NATIONALES.....</b>	<b>99</b>
<b>I. LE PLAN DU DEVELOPPEMENT DE LA NEGOCIATION SUR LA BOURSE DE MARCHANDISES AU VIETNAM.....</b>	<b>99</b>
1. Vers une réorganisation des bourses existantes de marchandises .....	99
2. Un rôle accru du Gouvernement .....	101
2.1. L'Etat actionnaire .....	101
2.2. La gestion étatique des bourses de matières premières .....	101
2.3. Le soutien du Gouvernement.....	102
2.3.1 La gestion du stockage temporaire en question .....	103
2.3.2 La promotion des stratégies de couverture .....	103
2.3.3. L'amélioration de l'efficacité du fonctionnement de la bourse de marchandises .....	104
<b>II. L'ETABLISSEMENT D'UN CADRE FAVORABLE POUR LE DEVELOPPEMENT DE LA NEGOCIATION SUR LES BOURSE DE MARCHANDISES.....</b>	<b>105</b>
1. La création d'un « label » pour le café du Vietnam .....	105
1.1. Le développement d'une marque nationale de café.....	106
1.2. Les leçons de la création d'une marque à partir du cas de Trung Nguyên .....	108
2. Le perfectionnement du système juridique vietnamien sur les opérations dérivées .....	110
2.1. Les particularités du système juridique du Vietnam concernant les produits dérivés ..	111
2.1.1. La nécessaire adaptation aux caractéristiques de l'économie nationale du Vietnam .....	111
2.1.2. Le perfectionnement du système juridique .....	112
2.1.3. L'adaptation à la culture et aux pratiques commerciales des vietnamiens.....	113
2.1.4. La satisfaction aux exigences de l'économie mondiale .....	113
2.2. Quelques propositions de perfectionnement du système juridique .....	114
2.2.1. La modification de la notion de l'achat et de vente en bourse .....	114
2.2.2. L'enrichissement des règlements relatifs à l'organisation d'une bourse de marchandises .....	114
2.2.3. L'enrichissement des règlements relatifs aux opérateurs.....	115
2.2.4. L'enrichissement des règlements relatifs au contrat des produits dérivés .....	117
2.2.5. L'enrichissement des règlements relatifs à la gestion étatique sur les produits dérivés .....	117
3. La diffusion des informations aux opérateurs et la formation du personnel des institutions financières.....	118
3.1. L'amélioration de la compréhension sur la couverture des risques par la négociation sur la bourse de marchandises .....	118
3.2. L'amélioration des connaissances et techniques des opérateurs ainsi que des sujets participant à la négociation sur la bourse de marchandises .....	119
3.2.1. L'amélioration des connaissances des investisseurs .....	119
3.2.2. L'amélioration de la qualité du personnel de la bourse de marchandises et des banques commerciales du Vietnam .....	120
4. L'encouragement de la participation active des banques du Vietnam .....	121
4.1. Renforcer l'implication des banques commerciales du Vietnam dans le secteur des produits dérivés de matières premières.....	122
4.2. Une complémentarité des services touchant aux produits dérivés .....	123

4.3. Le renfort du soutien en faveur des entreprises .....	123
<b>CHAPITRE 4 – LA REORGANISATION DU BCEC .....</b>	<b>125</b>
<b>I. L'ORGANISATION STRUCTURELLE DE LA BOURSE .....</b>	<b>125</b>
1. La bourse sous la forme d'une société par action .....	125
2. La plateforme de négociation.....	126
3. Les membres et opérateurs de la bourse de marchandises .....	129
<b>II. L'ORGANISATION DE L'EXECUTION DES ACTIVITES SUR LA BOURSE .....</b>	<b>131</b>
1. L'organisation de la compensation .....	131
1.1. L'organisation du centre de compensation .....	131
1.2. L'exécution du dépôt de garantie et de l'appel de marge .....	132
1.3. La gestion du compte de transaction.....	133
1.4. L'exécution de la compensation au dernier jour de transaction .....	133
2. L'inspection des marchandises .....	134
3. L'établissement d'un système de récépissé d'entrepôt pour le secteur du café ....	136
3.1. Le fonctionnement d'un système de récépissé d'entrepôt .....	136
3.2. La nécessité du SRE pour le cas du Vietnam .....	138
3.3. L'installation des entrepôts agréés pour le café au Vietnam .....	139
<b>CHAPITRE 5 – QUELQUES SUGGESTIONS RESERVEES AUX PRODUCTEURS ET NEGOCIANTS VIETNAMIENS DU CAFE .....</b>	<b>142</b>
<b>I. DES FACTEURS IMPORTANTS A PRENDRE EN COMPTE.....</b>	<b>142</b>
1. L'identification des opérateurs vietnamiens .....	142
1.1. Les producteurs et négociants vietnamiens .....	142
1.2. Les préparations pour la négociation en bourse de matières premières chez les opérateurs vietnamiens du café.....	142
2. Comment faire une prévision exacte du prix du café? .....	143
2.1. Les techniques d'analyse et de prévision.....	143
2.1.1. L'analyse fondamentale .....	143
2.1.2. L'analyse technique (ou chartiste) .....	145
2.1.3. La combinaison des analyses fondamentale et technique .....	146
2.2. Le bénéfice de la prévision et des informations des institutions professionnelles .....	147
3. La livraison physique et les éléments à considérer .....	148
3.1. La conformité du café en termes de qualité.....	149
3.2. La meilleure période de livraison du café.....	149
3.3. Le meilleur lieu de livraison du café .....	150
<b>II. LA COUVERTURE DU RISQUE DU PRIX DU CAFE .....</b>	<b>151</b>
1. Les principes de la couverture .....	151
1.1. Le respect absolu de la couverture des risques .....	151
1.2. Le choix de l'échéance .....	152
1.3. Le choix de la bourse la plus appropriée .....	153
1.3.1. La négociation directe sur le BCEC et la VNX.....	153
1.3.2. La négociation sur les bourses internationales de matières premières à travers les courtiers domestiques .....	154
2. La couverture par le contrat à terme.....	155

2.1. L'achat de couverture .....	155
2.2. La vente de couverture.....	157
2.3. La base et l'achat ou la vente de couverture .....	158
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>160</b>
<b>ANNEXES.....</b>	<b>- 1 -</b>
1. Annexe 1 – La liste de 17 entreprises étrangères du café au Vietnam en 2012.....	- 1 -
2. Annexe 2 – La liste des 30 les plus grandes entreprises d'exportation du café du Vietnam en saison 2013/14.....	- 3 -
<b>TABLEAUX.....</b>	<b>- 4 -</b>
<b>GRAPHIQUES.....</b>	<b>- 5 -</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>- 7 -</b>

## INTRODUCTION

*On raconte qu'en l'an 850 de notre ère, un jeune berger remarque que ses bêtes caracolent d'une façon inhabituelle après avoir mangé les baies d'un arbuste, et qu'elles en tirent même un certain plaisir! Alors qu'il a le cœur lourd, il décide de les goûter dans l'espoir de retrouver sa joie de vivre. Il oublie ses peines, et se met à danser avec entrain avec ses chèvres... Un moine qui croise le berger est surpris de voir ces chèvres effectuer ces pirouettes. Il lui demande quelle est la cause de cette danse excentrique, et Kaldi lui révèle sa découverte. Le moine se dit que ce merveilleux fruit est peut-être la solution à la somnolence qu'il éprouvait au milieu de ses prières. Et c'est ainsi qu'il en rapporte avec lui au monastère. Un jour de pluie, dans l'intention de les faire sécher, l'un des moines approche du feu une branche chargée de baies et l'oubli. Les baies commencent à carboniser, dégageant un parfum bien agréable. Le moine écrase alors les baies brûlées et prépare l'infusion. Le café torréfié est né. Immédiatement, tous les moines du royaume se mettent à consommer cette boisson pour prier plus longuement, mais aussi pour son goût si particulier et si agréable. Selon la légende, la nouvelle d'un « monastère éveillé » se propage rapidement et les baies magiques s'arrachent dans tout le royaume du Yémen et même au-delà de ses frontières. Après que Kaldi avait découvert un fruit étrange qui peut rendre clair l'esprit, son histoire s'est propagée rapidement au Moyen-Orient. Les baies étaient transférées d'Ethiopie jusqu'à la péninsule arabique. Lors de son apparition en Turquie, les habitants ont commencé à savoir le sécher et le faire comme nous le faisons aujourd'hui (Santé et Café, 2010).*

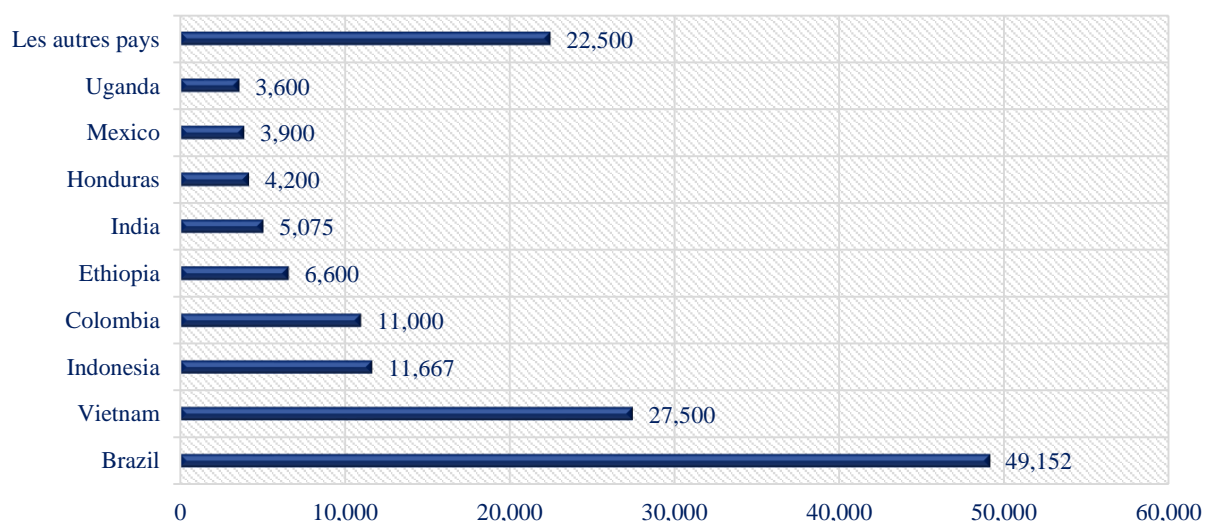
Durant une longue période, les Arabes essayaient toujours de garder leur secret sur le café. Ils appliquaient une politique stricte de non exportation des graines fertiles de façon à ce que le café ne puisse être cultivé ailleurs. Les grains de café sont les semences du caféier. Une fois dépouillées de leur enveloppe extérieure elles sont stériles. Il n'était pas permis de voyager avec les graines mais le café transformé était autorisé. En Europe, les commerçants vénitiens ont introduit le café pour la première fois en 1615. Pendant les années 1640, le café est apparu en Angleterre et dans d'autres pays européens. Mais, il s'agit de café traité et seuls les Arabes connaissent les types exacts de graines et l'espèce du caféier, jusqu'à ce que les néerlandais réussissent à « voler » un caféier au royaume du Yémen et le dévoile au monde. Ce sont les Hollandais qui ont importé le café en Indochine en 1699 – marquant l'arrivée du café en Asie. En quelques années, les colonies hollandaises étaient devenues les principaux fournisseurs de café en Europe. En Amérique, le café a été cultivé pour la première fois en 1720.

La « culture » du café est désormais universelle. Le café est en effet reconnu pour être une des boissons les plus populaires au monde. De nouveaux convertis aux plaisirs du café, provenant notamment des pays en développement et/ou asiatiques, viennent s'ajouter aux pays à forte tradition de café comme l'Italie et l'Allemagne ou les Etats-Unis. Du côté de l'offre, si le café est cultivé dans plus de 80 pays avec deux principales variétés, le Robusta et l'Arabica, l'essentiel de sa production provient d'un nombre réduit de pays. Avec une demande mondiale et une production localisée, le café est donc, depuis longtemps, une industrie mondiale dont les enjeux économiques et financiers sont tout à fait considérables pour l'ensemble des acteurs de la filière. La valeur du commerce international du café se classe ainsi en deuxième position, immédiatement après le pétrole. Sa culture, sa transformation, son commerce, son transport et sa commercialisation emploient des millions de personnes dans le monde. Son importance est d'ailleurs d'autant plus forte qu'elle représente souvent une part importante des recettes en devises des pays en développement qui l'exportent.

En ce qui concerne le Vietnam, d'après différentes sources, le café a été importé et cultivé pour la première fois par des missionnaires et ce, en Indochine. Ainsi, un Américain de passage au début du XIX<sup>ème</sup> siècle fait état de la présence des caféiers en provenance de Java cultivés par des missionnaires installés à Hue. Des récits racontent également qu'un prêtre indigène a apporté des pieds de caféiers vers 1867 dans la province de Quang Tri. Même si la date et le lieu ne sont pas connus avec précision, il semble bien que ce soient les colons qui ont installé cette culture et l'ont diffusée en Indochine. La première plantation d'arabica est « officiellement » implantée en 1888 dans quelques provinces montagneuses du Nord. Cette culture, qui demande des conditions naturelles particulièrement favorables, se diffuse ensuite vers le Sud, grâce aux enjeux commerciaux qu'elle représente, en passant par les provinces de Thanh Hoa, Nghe An et Quang Tri. Le développement des champs de caféiers, conformément aux logiques de la colonisation du Vietnam en partie fondée sur les ressources minières, se fait alors surtout dans les endroits d'accès facile et déjà très peuplés. Cependant, le besoin d'ouvrir de vastes zones de colonisation dont l'objectif est de mettre en valeur les terres rouges des plateaux réputées très fertiles se fait rapidement sentir. Le colon change aussi de profil en raison, notamment, du potentiel de développement de cette industrie au Vietnam. Il ne s'agit plus du « petit » pionnier qui tente de planter des arbustes sur une centaine d'hectares mais plutôt d'entreprises organisées avec des capitaux importants nécessitant une infrastructure adaptée et performante. Cette mutation de la caféiculture vietnamienne implique alors une concentration des caféiers dans la région des plateaux du Centre (Tây Nguyên). Depuis, Daklak est reconnu pour être le cœur de la caféiculture du Vietnam, tant au regard de la valeur que du volume de production, les plus importants des provinces de ce pays.

Au sein du continent asiatique, c'est la région du Sud-Est qui est la plus dynamique en matière de production caféière. L'Indonésie et le Vietnam font en effet désormais partie des pays producteurs les plus importants depuis ces dernières décennies. Comme le suggère le graphique suivant, le Vietnam est le deuxième producteur mondial du café durant la saison 2013/2014, après le Brésil.

**Graphique 1: La portion d'exportation es pays dans le monde en saison du café 2013/2014**



Unité: Mille de sac de 60kg

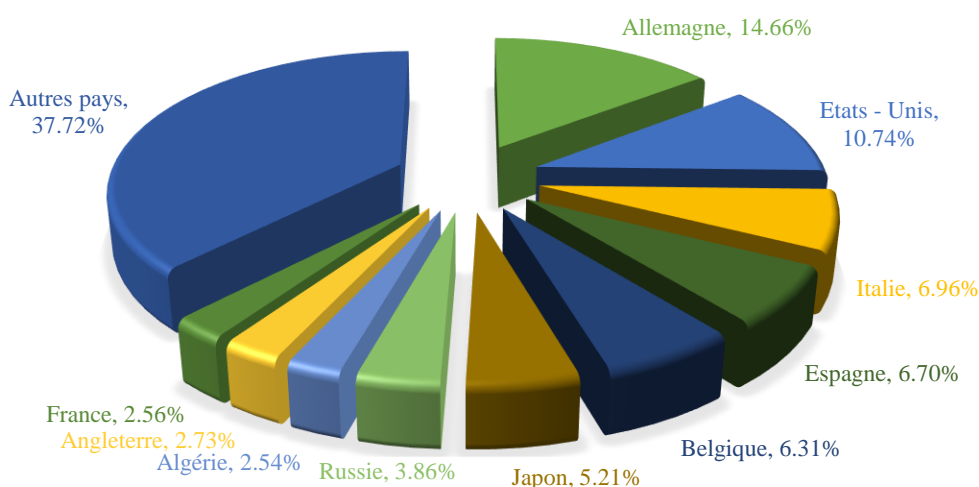
Source: OIC

Le café vietnamien est ainsi exporté dans plus de 80 pays et territoires du monde, notamment sur des marchés réputés difficiles d'accès comme les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne et la Belgique. Pour la saison 2013/2014, l'Allemagne et les Etats-Unis sont les



deux marchés les plus importants pour le café du Vietnam, avec respectivement 14,66% et 10,74% de la valeur d'exportation.

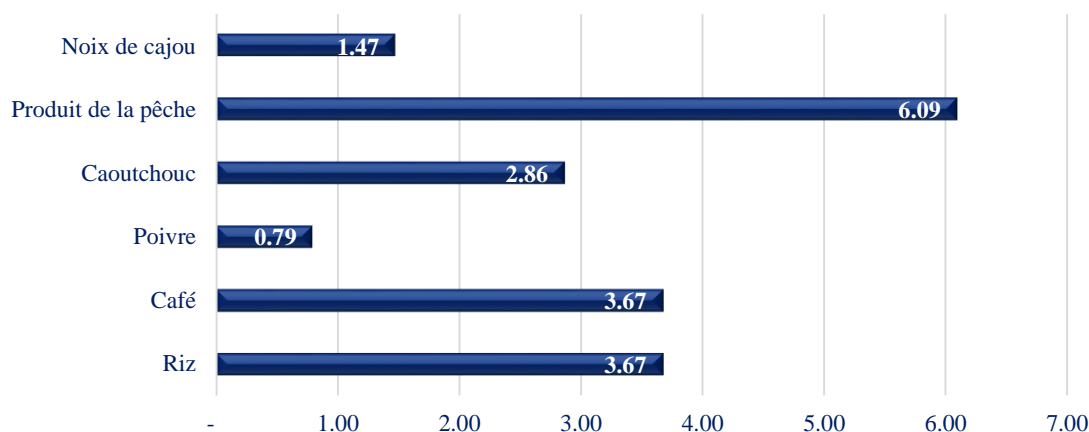
**Graphique 2: Les marchés principaux du café vietnamien pour la saison du café 2013/2014**



Source: Le Département général des Douanes du Vietnam

Le café compte désormais parmi les principaux produits exportés du Vietnam. Selon les statistiques du Département général des Douanes du Vietnam en 2012, il est classé en deuxième rang (après les produits de la pêche) en termes de la valeur d'exportation.

**Graphique 3: La valeur d'exportation des produits agricoles principaux du Vietnam en 2012**



Unité: Milliards de dollars américains

Source: <http://ptsw.customs.gov.vn/vnaccs/TKHQ/NienGiamHaiQuanTomTatVeHangHoaXNK2012.pdf>

Pour la saison 2012/2013, la valeur et le volume d'exportation du café s'élèvent ainsi respectivement à 3,0 milliards de dollars américains et 1,4 milliards de tonnes, représentant une régression en valeur de 12,5%, mais une progression en volume de 17,2% par rapport à la saison précédente.

Le café joue un rôle très important pour l'économie vietnamienne en général et son secteur agricole en particulier. Il contribue en effet à la restructuration du secteur agricole aujourd'hui engagée. L'importance de la valeur du café permet notamment aux paysans de diversifier leur offre, en bénéficiant indirectement de la demande d'exportation provenant des



pays fortement consommateurs. Avant le développement de la filière café, Les agriculteurs vietnamiens travaillaient principalement dans les champs du riz. Il y avait donc une grande quantité de main d'œuvre excédentaire hors période de récolte puisqu'il s'agit d'un travail saisonnier. Le développement du café a besoin quant à lui d'un grand nombre de personnels, soit environ 2,5 millions d'emplois au Vietnam selon le centre de la promotion commerciale (ministère de l'Agriculture et du Développement rural), ce qui a permis aux paysans qui habitent dans les régions montagneuses et rizicoles d'avoir des emplois réguliers et donc de bénéficier de revenus non seulement plus élevés, mais également plus stables. De plus, le caféier est facilement accessible quels que soient la qualité du sol et le type de technique arbustive mise en œuvre. Il a ainsi pu être acclimaté aux conditions des hauts plateaux vietnamiens et permis de « revaloriser » économiquement des zones géographiques auparavant délaissées. L'industrie caféière vietnamienne ne se réduit de toute évidence pas au seul secteur productif et favorise le développement de tout un écosystème de services aux entreprises, qu'il s'agisse du traitement du café, de l'approvisionnement en engrais et en pesticides, des services de séchage ou d'emballage indispensables pour que le produit puisse être exporté ou d'activités de recherche. Cela conduit au développement économique en série d'autres secteurs comme celui du transport, celui de la fabrication des machines, etc. et pousse le processus d'industrialisation et de modernisation du secteur agricole. De plus, la valeur énorme de l'exportation du café contribue beaucoup au budget annuel du pays. Selon les rapports annuels 2012 et 2014 du Département général des Douanes du Vietnam, les valeurs d'exportations du café sont de 2,7 milliards de dollars américains, 3,67 milliards de dollars américains, 3 milliards de dollars américains, 3,4 milliards de dollars américains en 2011, 2012, 2013 et 2014. Le café est en cela « stratégique » pour l'économie du Vietnam, tant au regard de sa contribution au produit intérieur brut (PIB) que de sa capacité à diversifier le secteur primaire du pays.

Reconnaissant toute l'importance du café pour l'économie nationale, le ministère de l'Agriculture et du Développement Rural (MARD) du Vietnam a achevé le 21 août 2012, à la demande du Gouvernement, un projet de planification pour le développement de la filière café jusqu'en 2020 et 2030. L'ambition est, en premier lieu, de maintenir l'espace dédié à la caféiculture à 500.000 ha dont 40.000 ha du café arabica. Il s'agit, en second lieu, de renforcer la coopération entre les entreprises et les planteurs afin d'augmenter le café traité à l'échelle industrielle de 20% en 2010 à 40% en 2015 et 70% en 2020. Les producteurs de café vietnamiens se divisent en effet en deux catégories: des exploitants individuels qui possèdent plus de 80% de la superficie totale de la caféiculture au Vietnam et des entreprises -au sens strict- disposant de larges plantations monocultures et représentant l'essentiel des exportations nationales. Selon les statistiques de la Vietnam Coffee Cocoa Association (VICOFA), on dénombre 125 entreprises de production et/ou d'exportation du café au Vietnam dont 17 sociétés étrangères de commercialisation du café (Entreprises FDI – Foreign Direct Investment). Une asymétrie importante existe sur ce point: la plupart des entreprises vietnamiennes sont des PME tandis que les entreprises étrangères, souvent issues du monde du négoce, ont une large envergure internationale. Ces dernières collectent et exportent, selon le MARD, environ 40% à 50% de la quantité du café produit nationalement. L'amélioration de la qualité des cafés produits constitue le dernier volet de cette réforme. Il s'agit notamment d'augmenter le taux des produits séchés par voie humide<sup>1</sup> de 10% en 2010 à 20% en 2015 puis 30% en 2020, et d'élargir l'échelle de transformation du café instantané à de 10.000 tonnes en 2010 à 20.000 tonnes en 2015 et 30.000 tonnes en 2020.

---

<sup>1</sup> Deux techniques de séchage du café sont possibles : par voie sèche et par voie humide. Cette dernière consiste à dépulper les cerises avant le séchage et permet d'obtenir un café vert homogène, généralement considéré comme de meilleure qualité et se négociant à des prix plus élevés.

De plus, afin de mieux satisfaire les besoins des consommateurs, la VICOFA<sup>2</sup> a accru ses investissements dans les nouvelles technologies de transformation de café. Les normes pour la caféiculture, telles que les « GAP<sup>3</sup> » seront appliquées. L'Association s'efforce aussi d'augmenter la culture de caféiers dans les zones géographiques prédéterminées (notamment à Tây Nguyên pour Robusta et à Lai Chau, au Nord du Vietnam, pour l'Arabica) pour qu'elle puisse représenter la moitié de la caféiculture nationale. Par ailleurs, il faut augmenter de 20% le taux du café destiné à être prêt à consommer, et enfin édifier un label ou une marque nationale pour le café du Vietnam.

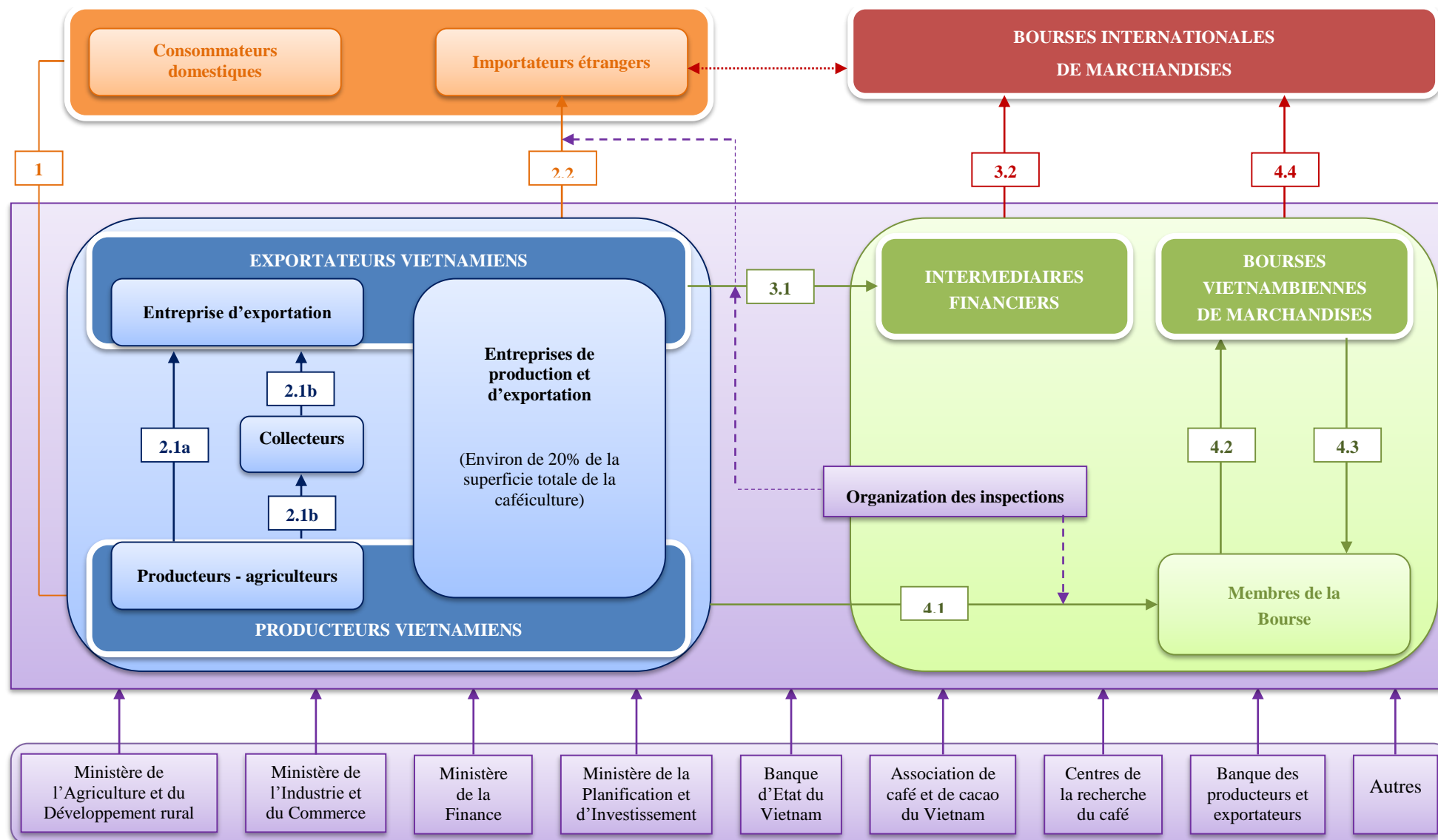
---

<sup>2</sup> Il s'agit d'une organisation non-gouvernementale à but non lucratif qui regroupe des industriels, des producteurs et des institutions dans le secteur du café et du cacao (y compris toutes les entreprises, les organisations et les personnels qui produisent, transforme le café et fournissent les services d'approvisionnement à l'exportation, la recherche scientifique et la formation en technologie dans l'industrie du café). La VICOFA est considérée comme le pont reliant des entreprises du café et le Gouvernement. Elle reflète des aspirations de ses membres aux responsables étatiques. En même temps, elle participe davantage, à côté des organes de l'Etat, à la rédaction des documents juridiques concernant les activités de la production et du commerce du café. En outre, elle a pour l'objectif de mettre en relation des acteurs et promouvoir le commerce

<sup>3</sup> Good agricultural practice en anglais ou BPA – les bonnes pratiques agricoles constituent un ensemble de règles à respecter (la bonne pratique) dans l'implantation et la conduite des cultures de façon à optimiser la production agricole, tout en réduisant le plus possible les risques liés à ces pratiques, tant vis-à-vis de l'environnement.

# I. COMMENT S'ORGANISE LA FILIERE DU CAFE AU VIETNAM?

Graphique 4: Filière du café au Vietnam



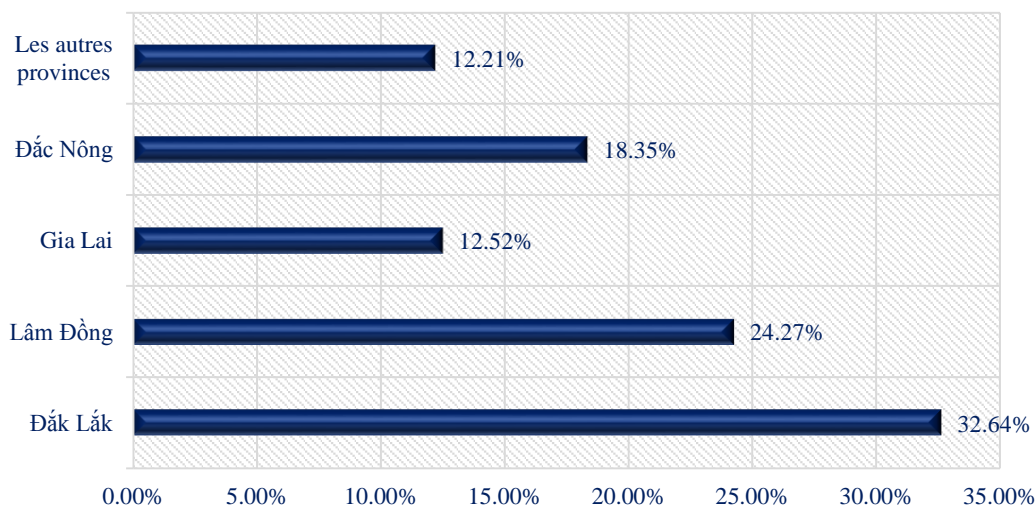
## 1. La caféiculture au Vietnam

### 1.1. Tây Nguyên – le cœur de la caféiculture vietnamienne

Actuellement, on plante au Vietnam deux espèces principales de café: le caféier Robusta (*coffea canephora* ou *coffea robusta* au nom scientifique) et le caféier Arabie (*coffea arabica* au nom scientifique). Le Robusta occupe plus de 92,9% de la superficie de la caféiculture du Vietnam tandis que l'Arabica en occupe 6%. Le reste est de l'Excelsa et du Liberia.

L'Arabica « aime » le climat de la région montagneuse du Nord et du Centre du pays (notamment en provinces de SonLa, Lai Chau, Thanh Hoa, Nghe An, Quang Tri, ThuaThienHue). Le Robusta est principalement cultivé à Tây Nguyên et au Sud-Est du pays. Il s'agit des deux régions de pointe du Vietnam en termes de production de café. Concrètement, le Robusta est cultivé principalement dans les quatre provinces du Tây Nguyên, y compris Daklak, Lam Dong, DakNong et Gia Lai. Ces provinces concentrent 90% de la production totale du pays et 87,79% de la superficie totale de caféiculture nationale.

**Graphique 5: La superficie de la caféiculture des 4 provinces à Tây Nguyên en 2013**

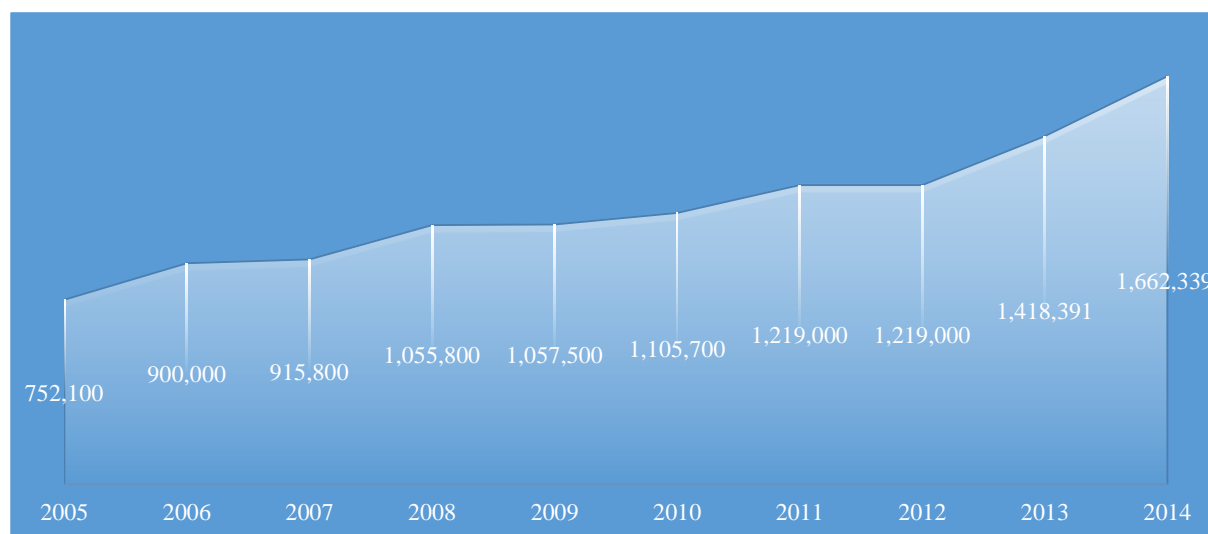


Source: MARD

La saison du café commence au Vietnam à partir du mois d'Octobre et se termine à la fin du mois de Septembre de l'année suivante. En général, la récolte du café dure 4 mois, de la fin du mois d'Octobre à la fin du mois de Janvier. Suite à la récolte, les cultivateurs réalisent l'arrosage et la fertilisation des plantes qui sont divisées en plusieurs phases. Les soins du caféier se déroulent jusqu'au mois d'Avril chaque année.

### 1.2. L'augmentation régulière de la production du café

Depuis environ 20 années, le café du Vietnam connaît une augmentation régulière des quantités produites. La saison de 2005 a atteint 752.100 tonnes tandis que le chiffre est 1,66 millions de tonnes en 2014. Cela a amené le Vietnam dans le cercle des principaux pays exportateurs du monde.

**Graphique 6: La production du café au Vietnam pour la période de 2005-2014**

Unité: Tonne

Source: MARD

### 1.3. La tendance à la montée de la transformation locale du café

Selon le Comité de coordination du café du Vietnam (Vietnam Coffee Coordinating Board – VCCB), 90% du café vietnamien est actuellement vendu à l'étranger sous forme brute, ce qui ne permet pas, par nature, de capter l'essentiel des marges liées à la transformation. A l'instar de nombreux pays en développement exportateurs de matières premières, qu'il s'agisse de produits agricoles ou de minerais, ceci n'est pas sans poser un problème tant économique que politique. Le projet de planification pour le développement de la filière café jusqu'en 2020-30 vise alors logiquement à accroître le pourcentage de la transformation du café à l'échelle industrielle de 20% en 2010 à 40% en 2015 et 60% en 2020. D'un point de vue technique, la notion de transformation du café recouvre une diversité de réalités qui peuvent être:

- La production en grain, moulu, soluble, concentré, etc.;
- La torréfaction et la décaféinisations du café;
- La fabrication de chicorée en grain, moulu, soluble, liquide, d'autres succédanés du café;
- La fabrication d'extraits et concentré du café.

No.	Entreprises	Types du café	Capacité maximale (tonne/ an)	Capacité en 2013 (tonne/ an)	Capacité en 2015 (tonne/ an)
1	Vinacafe Biên Hòa	Café 3 en 1	30.000	15.000	30.000
		Café instantané	3.200	1.600	3.200
2	Cty TNHH Nestle VN	Café 3 en 1	32.000	15.000	32.000
		Café instantané	4.200	2.100	4.200
		Café en grains et décaféiné	20.000	10.000	20.000
3	Cty CP Tập đoàn Trung Nguyên	Café 3 en 1	32.000	16.000	32.000
4	Cty TNHH cà phê Ngon VN	Café instantané	32.000	16.000	32.000
5	Cty TNHH Olam VN	Café instantané	8.000	6.000	8.000
6	Cty CP cà phê An Thái	Café instantané	4.000	3.000	4.000

No.	Entreprises	Types du café	Capacité maximale (tonne/ an)	Capacité en 2013 (tonne/ an)	Capacité en 2015 (tonne/ an)
7	Cty XNK cà phê Đắk Hà	Café 3 en 1	1.000		1.000
8	Cty CP cà phê Mê Trang	Café 3 en 1 et 2 en 1	2.000	1.500	2.000
<b>Totalité</b>			<b>168.400</b>	<b>86.200</b>	<b>168.400</b>

Source: MARD

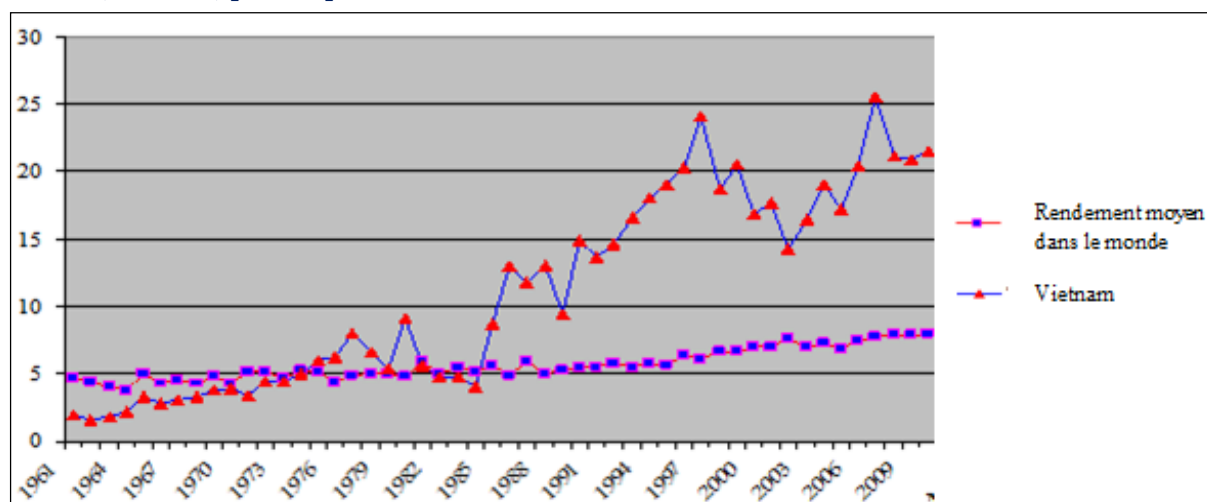
*Tableau 1: La capacité de transformation du café soluble des entreprises vietnamiennes pour la saison 2013/2014*

Au Vietnam, c'est l'augmentation de la production en grain, en café torréfié et en café instantané qui constitue l'objectif principal des autorités. Plusieurs entreprises comme Vinacafe BienHoa, Trung Nguyen, Nestlé, etc. ont ainsi construit et élargi des usines de transformation du café soluble. Actuellement, ces usines atteignent la capacité moyenne de production de 10.000 tonnes par an dont 1.400 tonnes pour Vinacafe BienHoa, 2.000 tonnes pour Trung Nguyen, 4.500 tonnes pour Olam, 1.000 tonnes pour Nestlé Vietnam. En 2012, de nouvelles usines de transformation du café ont par ailleurs été mises en œuvre. Il faut citer l'usine de Vinacafe avec la capacité de 3.200 tonnes par an à DongNai, l'usine de la société indienne CAFE NGON de 10.000 tonnes par an à Daklak et l'usine de Nestlé de 12.000 tonnes par an. Le café transformé est vendu à la fois sur les marchés domestiques et étrangers. Dans son récent rapport sur la saison du café 2013/2014, la VICOFA a montré que la transformation du café en grain a atteint la capacité annuelle de plus de 1,2 millions de tonnes. La capacité de transformation du café instantané et du café 3 en 1 est 86.200 tonnes en 2013 et 88.700 tonnes en 2014. En prévision, ce chiffre sera 168.400 tonnes par an en 2015.

#### 1.4. La productivité élevée du café vietnamien

Le graphique ci-dessous montre bien que la productivité du café du Vietnam maintient son niveau de 2,5 fois supérieure à la productivité moyenne dans le monde à partir de l'année 1986. En période 2005 – 2011, elle était en moyenne de 21,9 tonnes/ha, conséquence directe du choix d'une agriculture intensive dans ce domaine. Pourtant, la productivité du café du Vietnam a connu une baisse surtout durant la période 1998 – 2004. En ce qui concerne la saison agricole 2012/2013, un rapport du Département de la culture du MARD fait en effet état d'une productivité moyenne de 22,5 tonnes/ha.

*Graphique 7: La productivité du café du Vietnam et la productivité moyenne du café dans le monde (tonne/ha) pour la période de 1961/2009*



Source: Le rapport daté au mois d'Octobre 2012 du Service de la culture - MARD

Cette tendance à la baisse de la productivité du café vietnamien s'explique par le fait que l'espace dédié à la caféiculture s'est élargi sans cesse suite à l'effet de l'augmentation du prix et que, consécutivement, il est à présent également cultivé dans des régions où le sol n'est pas le plus favorable à cette culture et où les rendements sont consécutivement plus faibles. Ceci sera détaillé dans la section 1.6.

### 1.5. La part importante des producteurs individuels

Les producteurs vietnamiens du café se divisent en deux catégories: les producteurs individuels et les producteurs entrepreneurs.

*Les producteurs individuels* possèdent 80% de la superficie totale de la caféiculture du Vietnam. Correspondant le plus souvent à la quasi-totalité des membres d'une famille, ces producteurs peuvent être classés en deux types: L'un pratique la monoculture du caféier, tandis que l'autre est caractérisé par la complémentarité de son système cultural. Le premier devient « inactif » après la saison du café. Les chefs d'exploitation et leur épouse travaillent le plus généralement à l'extérieur par intermittence. Leur revenu n'est pas stable durant l'année. Pour le deuxième, le caféier n'est plus le seul sur la parcelle. Les fleurs et le poivre y sont aussi présents à côté du caféier. La complémentarité s'est organisée en fonction de la présence d'une ou de plusieurs contraintes dans l'exploitation. En général, le caféier n'est jamais cultivé à plus de 50% de la surface de la parcelle et les autres plantes sont aussi rentables que le café. Donc, le deuxième type diversifie le « portefeuille » de la culture au lieu de mettre tous ses œufs dans le même panier. Actuellement, la tendance de la diversification des plantations est dominante au Vietnam. Elle a démontré ses avantages par rapport à la monoculture. A Daklak, les producteurs individuels occupent 85% de la superficie totale de la caféiculture. Cette province a environ 180.500 cellules familiales productrices dont 63.000 (soit 35%) disposent d'une superficie de taille inférieure à 0,5 ha, 61.000 (soit 34%) d'une taille de 0,5 à 1 ha, 24% d'une taille de 1-2 ha et le reste est supérieur à 2ha.

A cause de leurs capacités financières limitées et –probablement- de leurs connaissances techniques parcellaires, les producteurs individuels sont naturellement très sensibles aux fluctuations du marché et ne peuvent que se résoudre à adopter une stature « spéculative », les amenant à subir de plein fouet toute variation des prix et à adapter en conséquence de leur stratégie d'investissement. Si le cours du café était élevé à la période  $n-1$ , le chef d'exploitation peut, l'année  $n$ , davantage investir dans les pesticides et les fertilisants, etc. A l'inverse, en cas d'une chute des cours, celui-ci entre dans un cycle d'endettement dont l'efficacité n'est généralement que très relative. A l'instar de nombreux secteurs agricoles dans les pays en développement, émergents ou industrialisés, les producteurs individuels se réunissent sous la forme de coopérative, afin non seulement d'accroître leur surface financière collective en mutualisant une partie des coûts fixes liés à la production caféicole, mais également de renforcer le niveau de compétences techniques de ses adhérents. Ce développement fonctionne assez efficacement au Vietnam et plusieurs coopératives jouent désormais un rôle « clé » dans la réorganisation de la production dans les zones rurales. Elles se coordonnent avec les entreprises ou bien entre elles pour faire naître une chaîne de production et de consommation des produits agricoles typiques des provinces. Ce constat a priori positif ne suffit cependant pas pour affirmer que la filière café au Vietnam est efficace, notamment au regard de la qualité produite.

*Les producteurs entrepreneurs*, sont quant à eux des entreprises commerciales à part entière, spécialisées dans le café. Elles cumulent plusieurs atouts, au premier rang desquels la possession d'une large plantation consacrée quasi exclusivement à la caféiculture et, naturellement, une capacité financière bien plus importante que celle du producteur



individuel. La production à grande échelle qu'elles pratiquent favorisent la mise en œuvre de techniques d'arrosage et de fertilisation plus efficaces et leur confèrent une rentabilité que n'ont pas les producteurs individuels. Elles peuvent par ailleurs accroître leurs profits en exploitant les potentialités des terrains éloignés. Elles bénéficient en outre d'une main d'œuvre paysanne « captive », exclue de la propriété foncière faute de capital économique important ou qui n'a pas pu mener à bien sa propre exploitation caféicole en raison d'une inadaptation de l'arbuste aux sols difficiles dont elle devait se contenter. Ce sont avant tout ces producteurs entrepreneurs qui participent davantage à la montée en puissance de l'industrie de transformation du café au Vietnam. Leurs produits en grains, moulus, solubles ou décaféinés sont vendus à l'intérieur et aussi à l'extérieur du Vietnam.

## **1.6. Une qualité de café insuffisante au Vietnam**

La très forte progression du Vietnam dans la production de café ne doit pas occulter le fait que de très nombreux défis doivent encore être relevés, notamment en termes de qualité de la matière produite. Le Vietnam n'arrive pas en effet à produire un café de haute qualité, en raison, notamment d'un désintérêt pour cette stratégie au profit d'une croissance extensive des quantités mises sur le marché. Les critères permettant la classification du café ne sont, au Vietnam, pas encore clairs ou inexistant, ce qui provoque des difficultés importantes pour les producteurs de café dans l'application des normes de qualité relatives à la production et à la commercialisation du café. Dans ce contexte et, puisque le certificat de qualité n'est pas obligatoire pour l'exportation et le marché de toute évidence plus stratégique que la demande locale, la plupart des entreprises ne se soucient guère d'appliquer de telles normes.

Au-delà de cette question, force est également de reconnaître que toutes les techniques de culture du café ne sont maîtrisées. Des actions ont certes été menées afin de diffuser les bonnes techniques de culture auprès des paysans<sup>4</sup>, mais l'effort de vulgarisation nécessaire pour que ces techniques soient maîtrisées n'est pas encore suffisant. La diffusion des savoirs à l'échelle d'une province, voire même d'une région toute entière demeure ainsi un des problèmes auquel se heurte la caféiculture. L'élément frappant de cette caféiculture vietnamienne est l'apparente contradiction entre le succès de cette production et l'inexistence de toute organisation efficace concernant la formation. Un petit organe étatique destiné à mieux informer les cultivateurs existe certes au Vietnam, mais il ne semble pas disposer de moyens suffisants pour assurer pleinement ses fonctions. Sans l'expression d'une volonté politique forte, la connaissance des techniques adaptées de gestion d'une plantation semble donc devoir continuer à rester dans le cercle des ingénieurs agronomes. La possibilité pour les paysans d'acquérir de nouveaux savoirs et de s'adapter aux méthodes de culture spécifiques à la caféiculture est, en cela, limitée. Il n'est, à titre d'illustration, pas rare que certains petits cultivateurs aient l'illusion que le résultat d'une récolte est directement proportionnel à la quantité de fertilisants épandue. Pour les cultivateurs de café, appliquer des fertilisants est au mieux un moyen d'anticiper une éventuelle hausse des cours par le maintien d'une productivité élevée. Or, cette utilisation massive peut poser des problèmes notamment en ce qui concerne la qualité des sols et leur nature, avec pour conséquence directe le risque de polluer les réserves d'eau souterraines et de menacer, à terme, le développement d'une caféiculture durable. Selon un rapport statistique réalisé en 2013 par le Département de la culture – ministère de l'Agriculture et du Développement rural – seulement 50% des producteurs individuels utilisent de l'engrais de façon correcte. Le reste utilise des engrais dans une proportion de 10 à 20% supérieure à la posologie permise. Le choix des engrais

---

<sup>4</sup> Au Vietnam, il y a toujours un service responsable du soutien technique agricole, situé dans chaque région. En coopération avec les autorités locales, cet organe organise des programmes donnant le guide d'utilisation des pesticides, la technique de culture, etc.



adaptés, largement dépendant de la nature des sols, est aussi une problématique que l'agriculteur doit maîtriser.

### ***1.6.1. L'expansion spontanée des exploitations de caféiculture et le vieillissement des caféiers***

Depuis environ 20 ans, la superficie des exploitations de café au Vietnam se développe en même temps que l'évolution du prix du café dans le monde. Pendant la période 1995 – 1999, le prix mondial moyen du café à plus de 1.200 USD/tonne a incité les agriculteurs vietnamiens à élargir la surface de caféiculture de 186.000 ha en 1995 à 400.000 ha en 1999. La période 2000 – 2005 a connu une faible chute du prix du café, ce qui a entraîné symétriquement une légère baisse de la superficie de la caféiculture. A partir de l'année 2006, le Gouvernement vietnamien a recommandé que la superficie de la caféiculture soit stabilisée. Il apparaît cependant, que les provinces ont continué à développer la caféiculture sur leurs territoires, sans tenir compte des conditions du sol, ni même de l'assurance que les conditions climatiques seront suffisantes pour que la production soit de bonne qualité. Les caféiers se développent dans de nombreux endroits à l'extérieur de la zone planifiée<sup>5</sup>. En 2011, la totalité de la superficie de la caféiculture a atteint 550.000 ha, une augmentation de plus de 80.000 ha par rapport à l'année 2006, soit une augmentation moyenne de près de 14.000 ha/an ou 2,8%/an. Pour la saison 2013/2014, ce chiffre dépasse les 600.000 ha alors qu'il aurait dû être limité à environ 500.000 ha pour respecter le projet de développement 2020/2030.

Il existe parallèlement 150.000 hectares de caféiers qui sont vieux, malades et non-rentables et qui doivent être détruits. Les caféiers ayant plus de 20 ans occupent en effet plus de 86.000 ha, ce qui représente 17,3% de la totalité de la surface. Par ailleurs, 40.000 ha de caféiers ayant moins de 20 ans montrent déjà des signes de vieillissement. Ils se développent lentement et présentent des branches secondaires. Si le « rajeunissement » des champs de caféiers n'est pas fait en urgence, les risques de déclin de la qualité et de la quantité seront inévitables. Selon le rapport 2013 du MARD, on estime ainsi qu'il serait nécessaire de cultiver 140.000 à 160.000 ha de nouveaux caféiers dans le but de remplacer les plus vieux dans les 5 à 10 ans. « Produire moins pour produire mieux », c'est l'objectif vers lequel le pays s'oriente désormais.

### ***1.6.2. Le non-respect des techniques de récolte du café***

En théorie, le café robusta doit être récolté grain par grain afin de sélectionner seulement ceux qui présentent une couleur rouge signifiant un bon niveau de maturité, lors de la cueillette. Les experts du secteur agricole donnent des recommandations pour le cas du Vietnam selon lesquelles, pour une bonne qualité de café, il faut cueillir uniquement des fruits mûrs et effectuer la récolte en 3 ou 4 fois en fonction du niveau de maturité du café dans le champ. Cependant, les cultivateurs vietnamiens du café appliquent une méthode consistant à cueillir l'ensemble de la branche d'un seul et même geste.

L'avantage de cette méthode pour les cultivateurs est naturellement la rapidité de la récolte, l'économie de main d'œuvre et la réduction des risques liés aux vols de grains sur l'arbre. La conséquence d'une telle pratique est évidente. Il existe un mélange de grains de différentes maturités, de nombreux grains brisés, mélangé à des petits cailloux. Ce qui a pour conséquence une récolte non homogène, et donc plus difficile à traiter d'un point de vue industriel. Les fèves immatures sont plus petites. Le café développe moins d'arôme lors des contrôles gustatifs. Parfois, le taux de fruits verts occupe de 40% à 50%. Le traitement du café

---

<sup>5</sup> En référence au projet du développement du café 2020/2030, les provinces proposent les zones où la culture du café est autorisée.

par voie sèche ne peut pas supprimer des fruits verts. Selon la recherche de l'Institut de la Science et de la Technologie Agroforesterie Tây Nguyên, la perte de la productivité est de plus de 20% et le nombre d'anomalies dans 300 grammes est passé de 70 à 170.

En fait, les cultivateurs vietnamiens du café estiment que la différence de coût entre une récolte de grains rouges avec une protection des produits dans les champs est trop importante par rapport à la méthode massivement appliquée actuellement. D'autant plus que la différence de prix d'achat des commerçants est minime entre un produit « soigné » et un produit « low-cost ». Ainsi dans le cas de Quang Tri, connue pour son important volume d'exportation annuelle de café Arabica égal à 40 000 tonnes et pour une productivité moyenne de 12 tonnes de grains par hectare, le taux des grains jeunes et verts est de 20% au lieu du taux standard de 5%. En 2013, le prix local du café est 4 000 VND/kg soit environ 200USD/tonne, dont la moitié provient des coûts de récolte. Un tel prix n'encourage pas les cultivateurs à respecter les principes élémentaires de récolte, nécessaires pour produire des grains de qualité.

### ***1.6.3. Les méthodes simples de traitement post-récolte du café***

En théorie, il existe deux méthodes principales de traitement post-récolte du café au Vietnam: les méthodes de séchage naturel et artificiel.

*La méthode de séchage naturel* est maintenant la plus répandue parmi les petits cultivateurs de café. Il s'agit d'une méthode de traitement simple qui engage peu de frais. Les cultivateurs de café sont seulement obligés de construire une aire cimentée, en général devant la maison. Son plus grand inconvénient se trouve dans le fait qu'elle est très dépendante des aléas climatiques. En principe, elle doit être menée avec soin afin d'éviter les défauts comme les fèves noires et rousses, qui apparaissent souvent après un mauvais séchage. Cependant, les cultivateurs vietnamiens ne réussissent pas à la mener dans les meilleures conditions, pour deux raisons. La première est liée à une mauvaise protection contre les intempéries et la seconde résulte d'un manque de surface disponible. Alors que dans les autres pays, un hectare de caféier correspond en moyenne un autre hectare dédié au séchage des grains, au Vietnam 100 hectares de café sont séchés sur une aire seulement de près d'un hectare<sup>6</sup>. Selon le Comité populaire de la province de Daklak, la production du café augmente sans cesse tandis que des ménages ruraux qui représentent près de 80% de la superficie totale de la culture du café ne disposent pas, pour la majorité de ces aires cimentées ou, lorsqu'elles existent, ne répondent pas bien aux exigences techniques du séchage. Les fruits récoltés peuvent ainsi être mis sur les champs, sur les terrains et même sur les routes. Le temps de séchage s'allonge beaucoup. Pour la saison 2010-2011, de nombreux ménages ont récolté des dizaines de milliers de tonnes du café. Faute d'aires cimentées de séchage, ils ont utilisé des bâches en plastique pour couvrir les grains du café. Evidemment, cela ne permet pas le séchage du café dans de bonnes conditions, conduisant le plus souvent à une moisissure du fruit. Les pertes financières alors subies par les cultivateurs de café se sont élevées à plusieurs milliards de VND.

A côté de la méthode de séchage naturel, la voie humide qui implique un *séchage artificiel* est considérée comme une meilleure méthode de traitement, plus moderne. Elle permet d'économiser la superficie des aires cimentées, de raccourcir le temps de séchage ou encore d'éliminer des grains verts ou secs. La qualité du café traité est donc très bonne et uniforme. Cependant, cette technique dite de la voie humide nécessite un équipement moderne et coûteux. Elle consomme par ailleurs beaucoup d'électricité. Pour pouvoir utiliser ce système, le cultivateur doit être bien formé. Par ailleurs, le traitement des eaux usées permettant d'éviter une pollution de l'environnement, n'est pas une technique très accessible

---

<sup>6</sup> Source: Rapport en 2013 du Département de la culture – ministère de l'Agriculture et du Développement rural du Vietnam

pour les petits cultivateurs en raison de ces coûts ainsi que de l'absence de toute infrastructure qui puisse offrir un tel service. Elle est en revanche beaucoup plus envisageable pour les fermes d'Etats.

Outre les deux méthodes citées ci-dessus, les cultivateurs de café vietnamiens ont « inventé » une autre *méthode dite à moitié humide*. Il s'agit d'une technique manuelle, traditionnelle et largement utilisée lorsque le temps est sec et ensoleillé. Les grains du café mûrs et verts sont frottés sans eau. Ils sont ensuite séchés. Cette méthode permet de raccourcir le temps de séchage de 40% à 60% par rapport à la méthode de séchage naturel. Cette méthode s'avère cependant particulièrement inadéquate dès lors que les conditions météorologiques deviennent défavorables. En dépit de ce constat de relative inefficacité, la méthode de séchage naturel et la méthode à moitié humide sont les plus largement utilisées au Vietnam puisqu'elles sont moins coûteuses et appropriées à la capacité financière de la majorité des cultivateurs vietnamiens du café.

Il apparaît donc clairement que le traitement post-récolte du café est un des facteurs explicatifs importants de la faiblesse de la qualité du café vietnamien. Selon l'Institut de la Science et de la Technologie Agroforesterie Tây Nguyên, il faut des politiques du soutien en faveur des cultivateurs du café pour les aider à élargir la superficie des aires cimentées de séchage ou équiper des chaînes modernes de traitement du café, dans le but d'améliorer la qualité du café et éviter des dommages pour les producteurs. Quant aux cultivateurs de café, il leur faut renforcer leur coopération pour avoir de meilleures ressources financières qui leur permettraient de se doter de chaînes modernes de traitement du café, au premier rang desquelles la méthode de séchage par voie humide. Il s'agit d'une variable essentielle pour augmenter la valeur économique du café en particulier, et stabiliser, intégrer et développer durablement le secteur du café vietnamien.

#### ***1.6.4. La mise en place des politiques du soutien en faveur de la caféiculture***

En décembre 2013, le Comité de coordination du café du Vietnam (VCCB) était créé. Il réunit des représentants des organes étatiques, de la VICOFA, des agriculteurs (les foyers, les groupes d'agriculteurs, les coopératives agricoles, les associations d'agriculteurs, etc.), des entreprises domestiques et étrangères. Le comité a pour tâche de gérer tout le secteur du café qu'il s'agisse d'élaborer, de coordonner ou de surveiller la mise en œuvre des politiques, de donner licence aux entreprises pour produire du café conforme aux normes de qualité mais également de réguler le marché en favorisant un équilibre offre/demande. Le secteur caféicole vietnamien est, en cela, géré par un comité professionnel et indépendant.

Face à la menace relative à la chute de la qualité du café, les autorités, dont principalement le MARD au niveau national et provincial, ont pris des mesures visant à améliorer la qualité du café et développer durablement le secteur du café vietnamien. Le vieillissement des caféiers exige vivement l'établissement d'un programme de replantation dans lequel se coordonnent toutes les solutions relatives à la politique, à la technique ainsi qu'aux ressources humaines et financières. Ce programme se fixe pour objectif une replantation annuelle supérieure à 10%. Pour cela, le Service de la culture du MARD a demandé aux provinces de revoir les caféiers, de les classer, d'identifier les vieux à replanter puis d'établir un plan de replantation conforme à la réalité locale.

Actuellement, l'académie de la science agricole, qui appartient au ministère de l'Agriculture et du Développement rural du Vietnam a pour mission la recherche fondamentale, la recherche appliquée et le transfert de technologie dans le domaine agricole, dont le café. Au sein de cette académie existent plusieurs centres de recherche en agronomie

au niveau provincial. Ces centres de recherche, au premier rang desquels, l'Institut de la Science et de la Technologie Agro-forestière Tây Nguyên, développent le projet de mettre au point des graines de café rapidement transférables aux provinces ou directement aux agriculteurs et qui sont auparavant approuvées par le MARD (comme TR4, TR11, etc.). L'ambition du MARD, en coopération avec les centres de recherche, est d'encourager la recherche sur les standards et critères de qualité (comme le standard TCVN 4191:2005, ISO 10470 et les critères proposés par l'ICO, etc.) dans le but de faire naître des normes de qualité réservées aux cafés en grain, en poudre et cafés torréfiés. Par ailleurs, ces deux organes (le MARD et l'Institut de la Science et de la Technologie Agro-forestière Tây Nguyên) renforcent le soutien en faveur des cultivateurs de café en termes de technique de caféiculture et de finance.

D'autre part, les autorités vietnamiennes ont pour ambition de promouvoir l'apparition et de développement de « bonnes » coopératives de café. En général, les groupes d'agriculteurs vietnamiens produisant durablement du café certifié se développent sous deux formes. L'une est créée par les organisations non-gouvernementales (telles que SOLIDARIDAD, EDE CONSULTING, etc.) et l'autre par les entreprises du traitement et/ou du commerce (comme INTIMEX, THAI HOA, ACOM, NEDCOFFEE, LOUIS DREYFUS, NEUMANN GROUPE, etc.). Chacune de ces structures disposent de ses avantages et de ses inconvénients propres.

Depuis longtemps, la plupart des dirigeants de coopératives sont des agriculteurs élus. Les autres agriculteurs placent en eux leur confiance et les choisissent comme représentants. En effet, ils disposent traditionnellement d'une expérience de terrain qui renforce leur crédibilité auprès des membres de la coopérative. Une fois que la coopérative est fondée, ils en deviennent les membres, ce qui les confronte à de nouvelles missions comme la gestion financière de la coopérative, la gestion de ressources humaines, l'engagement d'assurer les droits et obligations des agriculteurs membres, etc. De ce point de vue, l'expérience du dirigeant est bien souvent insuffisante. Il doit notamment maîtriser des connaissances en économie et gestion lui permettant d'établir un « business plan » et diriger toutes les activités de la coopérative. Or, la plupart des dirigeants des coopératives sont actuellement âgées et la « nouvelle génération » ne semble guère encline à les remplacer. Parmi l'équipe de direction coopérative, les personnes diplômées de l'université ne représentent que 15 à 20%. Le reste est formé dans des cours ponctuels qui ne suffisent pas à élever leurs compétences techniques au niveau requis. Beaucoup d'expérience mais peu de connaissances: voilà ce qui caractérise en général les dirigeants des coopératives vietnamiennes.

Des programmes sélectifs de formation à destination des dirigeants ont bien été initiés mais la plupart des personnes sélectionnées ne se sont pas montrées capables de maîtriser les connaissances en matière de loi, de gestion économique, de gouvernance d'entreprise, de culture d'entreprise, de langue étrangère, d'informatique, etc.

La formation du personnel est également considérée comme une activité importante à laquelle les provinces réservent des politiques préférentielles. Elle porte sur deux aspects principaux, le premier lié à l'économie (sur la production, le commerce, la gestion), l'autre lié aux valeurs qui doivent animer une coopérative. L'esprit de solidarité des membres est de toute évidence indispensable pour le développement de la coopérative. De ce point de vue, il semble important de souligner que trop de cours sont encore aujourd'hui basés sur des compétences strictement académiques alors que les coopérateurs, qu'ils soient membres ou dirigeants, ont avant tout besoin de compétences réelles, issues du monde professionnelle, qui leur permettraient de mettre en œuvre de façon très pratique toutes les techniques de commercialisation et de gestion financière que toute entreprise se doit d'avoir.

Il apparaît également important de souligner que l'optimisation du fonctionnement des coopératives ne passent pas uniquement par l'amélioration des compétences techniques de ses membres, mais également par une modification des stratégies mises en œuvre, en faveur d'une production à plus grande échelle d'une application plus stricte des normes scientifiques et technologiques permettant d'accroître la productivité et élever la valeur économique la valeur économique, et d'un meilleur positionnement au sein de la filière de distribution afin qu'elle favorise au mieux la mise en relation entre agriculteurs et consommateurs. La coopérative se doit en effet de s'affirmer comme une organisation responsable devant ses membres, défendant au mieux les droits de chacun dans la négociation commerciale qu'elle entame avec ses clients. Elle doit, en cela, être pour ses membres une solution plus efficace que la négociation directe. Pour avoir durablement la confiance des agriculteurs membres de la coopérative, les procédures d'achat de la matière doivent par ailleurs être totalement transparentes.

## **2. Le développement de la commercialisation domestique du café**

### **2.1. L'élargissement des divers canaux d'achat au Vietnam**

Actuellement, le café est principalement négocié à travers trois schémas principaux: la négociation entre les paysans et les collecteurs, la négociation entre les paysans et les entreprises et la négociation exécutée sur les marchés de gros. Selon l'enquête réalisée par l'université d'économie de Hô-Chi-Minh-Ville en 2008-2009, 73,5% des produits agricoles sont achetés par les collecteurs, 13,1% opérés sur les marchés et seulement 10,1% vendus aux entreprises.

Bien que les collecteurs jouent encore un rôle considérable dans le système des canaux d'achat des produits agricoles, dont le café, on observe depuis quelques années que la mise en relation directe entre entreprises et agriculteurs s'accroît. La relation n'est d'ailleurs pas que commerciale. En effet, les entreprises proposent des cours de formation sur la technique de caféiculture et de traitement du produit et propose également un soutien en capital pour les aider à mieux produire du café de bonne qualité. On peut ainsi affirmer que, en moyenne, la relation entre les cultivateurs individuels et les entreprises est « bonne » dans la filière café au Vietnam et ce, d'autant plus que les vietnamiens apprécient, d'un point de vue culturel, les relations de proximité.

Ces entreprises disposent actuellement de trois moyens de collecte du café: l'installation temporaire de boutiques au moment des récoltes, l'utilisation de points de collecte où, lors des récoltes, quelques employés de l'entreprise se déplacent jusqu'à un village des agriculteurs, et la contractualisation avec un négociant indépendant. Les entreprises achètent ainsi directement le café aux paysans ou aux petits collecteurs ou commerçants qui collectent des grains auprès des cultivateurs et revendent ensuite les quantités achetées à ces négociants à travers des contrats écrits ou oraux entre eux. Ici, les petits revendeurs ont pour rôle de trier les grains de café avant de les fournir aux sociétés. Ils peuvent utiliser des machines mécaniques pour le triage du café, ou se contenter de trier les grains manuellement à l'aide d'un simple tamis. La qualité de cette opération et consécutivement le prix, peuvent être très variables selon les collecteurs. Les deux premières méthodes citées ci-dessus représentent la majorité de la collecte des entreprises d'exportation. La dernière méthode est assurée par le contrat signé avec un négociant indépendant qui, en général, concurrence les entreprises traditionnelles de production et exportation du café.



## 2.2. Un marché domestique du café en plein essor

### 2.2.1. *L'augmentation de la demande domestique de café*

Les vietnamiens ont l'habitude de prendre au moins une tasse de café par jour. La demande domestique de café augmente sans cesse depuis quelques années. Le marché de détail du café vietnamien représente ainsi 287,34 millions USD en 2012 contre 127,33 millions USD en 2008. Mintel Group Ltd<sup>7</sup> prévoit qu'il devrait augmenter à 573,75 millions USD en 2016. Selon la recherche sur l'habitude de la consommation du café des vietnamiens qui est menée par l'Institut de marketing appliqué I.A.M (Thị trường cà phê Việt Nam và cơ hội cho doanh nghiệp trong nước, 2010), 65% des consommateurs dont 59% des hommes, en boivent 7 fois par semaine. 21% des consommateurs dont 52% des femmes boivent du café instantané 3 ou 4 fois par semaine. L'enquête sur le marché du café au Vietnam et aux autres pays asiatiques qui est publiée le 11 Mars 2013 par Mintel Group Ltd. a montré aussi que le Vietnam se trouve dans le groupe des cinq plus grands consommateurs du café en Asie, avec une consommation annuelle par personne de 1,15 kg, ce qui est certes inférieur au niveau de consommation du Japon (2,9kg), de la Corée du Sud (2,42kg), de la Thaïlande (1,95kg) mais équivalent à celui de la Malaisie (1,15kg). Le récent rapport de VICOFA sur la saison du café 2013/2014 dit que la consommation domestique du café constitue environ 10% de la production totale.

En 2006, le Centre de consultation des politiques et gestion économiques – appartenant à l'Institut des politiques et stratégies du développement agricole et rural, a réalisé « l'étude sur la consommation du café à Hanoï et Hô-Chi-Minh-Ville ». Il s'agit de la première recherche officielle sur la consommation du café à l'intérieur du pays. Celle-ci souligne à quel point la culture du café se développe au Vietnam avec, entre autres, l'apparition de grandes marques comme Starbucks, Trung Nguyên, Highlands, Vinacafe, Gloria Jeans et the Coffee Bean. Selon cette même étude, les vietnamiens boivent principalement du café en poudre ou café filtre (2/3 du volume total) et, dans une moindre mesure, du café instantané.

Autant de signes qui tendent à montrer tout le potentiel de développement du marché vietnamien du café bien que celui-ci demeure encore aujourd'hui tout à fait modeste par rapport aux pays européens. Cette progression importante de la demande domestique n'est pas le fruit du hasard mais bien la conséquence de toute une série de mesures prises par le secteur du café vietnamien dans son ensemble et ce, depuis quelques années.

Depuis longtemps, les « artisans » du café jouent un rôle important sur la consommation du café sur le marché domestique au Vietnam. Ils ne disposent pas d'un statut professionnel en tant que tel et peuvent être (ou pas) cultivateurs individuels. Ils transforment eux-mêmes et de façon artisanale, le café en produit fini. Celui-ci est principalement vendu aux consommateurs locaux. A Hanoï, il faut citer quelques noms comme café Giảng (39 Nguyễn Hữu Huân et 106 Yên Phụ - Hanoï), café Nhân (39 Hàng Hành), café Lâm (60 Nguyễn Hữu Huân), café Năng (6 Hàng Bạc), café Đình (13 Đình Tiên Hoàng), café Thọ (117 Triệu Việt Vương), café Lung (70 Nguyễn Du), café Mai (79 Lê Văn Hưu).

A côté des artisans, les entreprises produisent aussi le café en poudre. Vinacafe, Trung Nguyên et Nescafé sont les trois les plus grandes marques sur le marché domestique vietnamien du café. Leurs produits sont variés et appréciés par les consommateurs.

---

<sup>7</sup> C'est une firme privée dont le siège est à Londres (en Angleterre) et qui est spécialisée dans la recherche du marché.

### ***2.2.2. La diversité du système de distribution du café***

En ce qui concerne la commercialisation du café à l'intérieur du pays, les entreprises sont très sensibles aux changements et aux exigences du marché. Elles ont, à l'instar des marchés internationaux, développé de nouvelles formes de packaging comme les dosettes individuelles ou d'autres formats individuels pour répondre, notamment, à la question pratique de l'utilisation pour les personnes travaillant au bureau. Elles s'intéressent aussi au système de distribution dans les hypermarchés et les magasins qui se trouvent dans les quartiers, puisque les vietnamiens commencent à avoir l'habitude d'aller aux hypermarchés pour faire des achats, même si les canaux d'achats traditionnels du commerce de détails demeurent encore aujourd'hui privilégiés. Le système des cafétérias s'avère être également un bon canal de distribution du café. A l'image de la Chine et de l'Inde qui ont vu « l'explosion » de ce mode de restauration inspiré de la culture occidentale, l'Indonésie et le Vietnam connaissent un développement des cafétérias ou « coffee shop », à l'image de l'entreprise internationale « Starbucks », prisées par une clientèle jeune qui y consomment du café glacé et du café instantané.

### ***2.2.3. La stimulation de la promotion commerciale domestique***

En toute logique, les autorités vietnamiennes ont pour ambition de développer le marché domestique afin de soutenir la production locale et éviter une dépendance excessive aux marchés extérieurs. L'argument n'est bien sûr pas spécifique au café, ni même aux matières premières, mais la forte volatilité des prix de ce produit lui donne une résonance particulière. Les quantités produites dans les pays concurrents, l'instabilité de la demande dans un contexte économique mondiale, la nature des comportements de stockage, le poids des réglementations nationales et internationales, l'existence de comportements spéculatifs, sont autant de variables qui peuvent en effet contribuer à faire fortement varier le prix de ce produit, source d'une incertitude fondamentale pour les producteurs vietnamiens, que nombre d'entre eux ne sont pas en mesure de gérer. On comprend, dès lors, pourquoi à côté des activités de promotion commerciale à l'étranger la recherche de marchés « stables », l'encouragement de la consommation intérieure et l'élargissement du marché domestique sont privilégiés, notamment dans le cas du Vietnam – deuxième grand producteur mondial de café, où le nombre d'habitants est estimé 90 millions mais la consommation domestique est très modeste.

Selon une étude de 2006 sur la consommation du café à Hanoi et à Hô-Chi-Minh-Ville, il apparaît que la consommation est largement influencée par le revenu par tête, la qualité et la facilité d'utilisation du produit, notamment en termes de conditionnement. Le revenu et la consommation du café sont en effet positivement corrélés. Par conséquent, il y a une nette différence entre les zones urbaines et rurales en termes de volume et de valeur de café consommé. Selon des chiffres de 2002, la consommation annuelle du café par habitant urbain (2,4 kg) est 2,72 fois plus élevée que celle par habitant rural (0,89 kg). La différence entre les régions est aussi un point à souligner. Dans la plupart des régions vietnamiennes, on consomme du café mais de façon spécifique. Le Centre-Sud, le Delta du Mékong et la côte du Centre-Sud sont les trois plus grandes régions consommatrices du pays. Les habitants au Nord-Ouest, Nord-Est et Delta du Fleuve Rouge boivent à l'inverse très peu du café. En termes de valeur de la consommation de café, celle-ci n'apparaît pas nécessairement corrélée au volume. Sur la côte du Centre-Sud, bien que la quantité de café par habitant soit élevée, la valeur globale du produit consommé demeure faible, en raison naturellement de la faiblesse des prix qui prévaut dans cette région.

La consommation domestique du café vietnamien a été encouragée par le programme « les vietnamiens consomment les produits vietnamiens », permettant notamment aux

entreprises du café de participer activement aux expositions ou programmes de représentation des produits vietnamiens. Au-delà de cette approche générale, force est de constater la proactivité de ces entreprises qui ont engagé des programmes propres visant notamment à présenter aux consommateurs potentiels les différents types de café disponibles et, naturellement, à les commercialiser. Il est, de ce point de vue, intéressant de remarquer que les marques utilisent l'argument des bienfaits sur la santé qu'apporte le café. Le slogan « *La juste dose du café pour gagner en santé* » est largement utilisé dans les stratégies de propagande sur l'intérêt que peut avoir la consommation modérée de café. Il faut, pour le comprendre, rappeler que la thématique « santé » intéresse assez largement les consommateurs vietnamiens et l'on observe qu'ils apprécient souvent les aliments et boissons recommandés par les experts en nutrition. « *Le café, est-il bon ou mauvais pour la santé?* » est toujours une question posée par les consommateurs vietnamiens. Selon le professeur Jean Costentin, membre des Académies nationales de médecine et de pharmacie, « le café est une drogue, mais une bonne drogue. Il y a addiction, dépendance psychique, voire physique, mais aucune perturbation du fonctionnement psychique... ». La caféine à dose modérée et usuelle est vraiment bonne pour la santé. Il pourrait même y avoir un effet positif sur le diabète, certains cancers, les maladies de Parkinson et d'Alzheimer. Au Brésil, l'étude Lima (1990), financée par CIBA (Association des torréfacteurs Brésil), confirme cette approche. En raison de la demande d'informations de la population locale et des enjeux importants que représente le marché intérieur pour la filière café vietnamienne, une étude officielle sur les effets du café sur la santé et le choix de la dose conforme à consommer selon l'individu (l'âge, le genre, l'état physique, etc.) sera prochainement lancée. L'étude sera pleinement menée par une équipe d'experts en boisson avec la VICOFA comme partenaire. Les résultats de cette étude seront par la suite dévoilés aux consommateurs et ce, de façon large, à travers différents programmes télévisés sur la santé, des séminaires, des expositions sur le café, mais également des programmes publicitaires qui auront lieu dans des hypermarchés, ou quartiers, etc. auxquels participeront des experts de la santé, des célébrités, des sportifs, etc.

### **3. L'exportation directe – Principale méthode de la vente internationale du Vietnam**

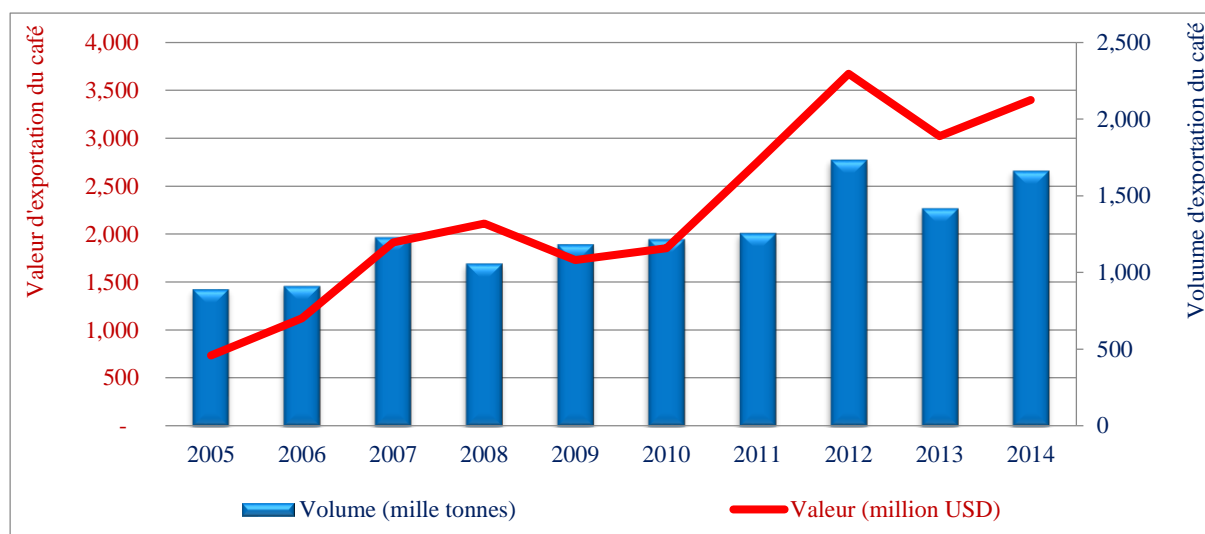
L'exportation directe du café à l'étranger est la méthode de vente internationale la plus traditionnelle où les entreprises de production et/ou d'exportation du café sont vendeuses et leurs partenaires étrangers jouent le rôle des acheteurs. Chaque contrepartie signe ensemble un contrat de commerce international dans lequel le vendeur s'engage à livrer à l'acheteur le café conforme aux exigences de qualité, de quantité, etc. qui figurent dans les clauses contractuelles et inversement, l'acheteur s'engage à respecter les règles sur la réception du produit et le paiement. Depuis longtemps, l'exportation directe est la principale méthode de vente internationale du Vietnam.

#### **3.1. Le développement de l'exportation du café**

##### **3.1.1. *La croissance de la valeur et du volume d'exportation du café***

Le volume et la valeur de l'exportation pour toute la saison 2013/2014 sont de 1,66 milliards de tonnes et de 3,4 milliards de dollars américains, soit une augmentation de 17,2% en volume et de 12,5% en valeur par rapport à la saison précédente. En dépit d'un trend favorable qui démontre l'augmentation des recettes d'exportation du café, il est important de remarquer que l'instabilité des prix internationaux n'est pas absente et se reflète de toute évidence sur le volume et la valeur des exportations vietnamiennes.



**Graphique 8: La valeur et le volume d'exportation du café du Vietnam pour la période 2005/2014**

Source: Le Département général des Douanes du Vietnam

**3.1.2. Des marchés étrangers d'envergure pour le café vietnamien**

No.	Marchés	Volume (tonne)	Valeur (USD)	Portion (%)
1	Allemagne	204.354	423.074.664	12,81
2	Etats Unis	184.950	438.656.058	11,59
3	Italie	95.595	198.736.499	5,99
4	Espagne	87.440	180.251.150	5,48
5	Japon	76.048	171.455.122	4,77
6	Belgique	56.075	119.046.581	3,51
7	Indonésie	51.733	105.444.492	3,24
8	Mexico	42.176	84.901.399	2,64
9	Angle Terre	39.600	85.533.712	2,48
10	Chine	38.505	96.689.069	2,41
11	Philippines	36.335	73.165.216	2,28
12	Russie	35.054	76.314.680	2,20
13	Corée du Sud	33.545	70.417.615	2,10
14	Algérie	32.955	65.744.200	2,07
15	France	30.589	62.449.671	1,92
16	Inde	29.726	57.233.425	1,86
17	Thaïlande	25.577	51.525.659	1,60
18	Suisse	24.430	47.942.834	1,53
19	Malaisie	24.066	55.456.300	1,51
20	Pays-Bas	13.757	29.316.507	0,86
<b>Totalité</b>		<b>1.162.510</b>	<b>2.493.354.853</b>	<b>72,87</b>

Source: Le Département général des Douanes du Vietnam

**Tableau 2: La liste de 20 les plus grands marchés d'exportation du café du Vietnam pour la 2013/2014**

Actuellement, le café vietnamien est exporté vers les 80 pays et territoires, mais une forte concentration des volumes d'exportation sur les vingt plus grands partenaires commerciaux s'observe : ils représentent 72,87% de la totalité de la valeur d'exportation du

café du Vietnam pour 2013/2014. Comme évoqué précédemment, les deux marchés les plus grands sont l'Allemagne (dont la portion est de 12,81%) et les Etats-Unis (11,59%). D'un point de vue plus global, si le café est exporté principalement vers la région européenne, l'Asie s'affirme comme le deuxième plus grand importateur de Robusta Vietnamien avec le Japon et la Chine comme principales zones d'importation.

### **3.2. La vente internationale du café au FOB Hô-Chi-Minh-Ville**

Les exportateurs vietnamiens ont actuellement l'habitude de vendre du café au prix FOB, signifiant que le café est acheté sans les frais de transport (autres frais et taxes y afférant) et sans les assurances pour le café. Ceux-ci sont donc à la charge de l'exportateur. Ce prix d'exportation est établi sur la base du différentiel (differential) entre le prix public du contrat à terme du café Robusta sur NYSE LIFFE à Londres et le prix FOB Hô-Chi-Minh-Ville (departure port). Selon le rapport de la VICOFA sur la saison agricole 2011-2012, le différentiel est assez important (environ 30 à 40 USD en moyenne). Avant, ce dernier était d'environ 100 à 150 USD/tonne. Par moment, il était de 350 à 400 USD/tonne.

Pendant la saison 2013/2014, le FOB Hô-Chi-Minh-Ville diminue fortement à l'instar de ce qui se passe sur les commodity exchanges internationaux, en particulier au mois de Novembre (1.521 USD/tonne). Le prix est le plus élevé au mois d'Août (le prix FOB HCM de 2.037 USD/tonne – de 70 USD/tonne inférieur au prix sur LIFFE. Alors, le prix est assez bas. Lorsque le prix sur la bourse de marchandises augmente, le prix domestique augmente aussi mais moins rapidement. Cet effet n'est cependant pas symétrique : une diminution des prix internationaux tend en effet à favoriser une baisse plus que proportionnelle des prix domestiques.

### **3.3. Les caractéristiques des exportateurs de café vietnamiens**

#### ***3.3.1. La participation active des entreprises étrangères***

Selon les données 2012 du Département général des Douanes du Vietnam, sur un total de 125 entreprises de commercialisation du café dans tout le pays, 17 sont des entreprises à capitaux étrangers<sup>8</sup> dont les usines ou les bureaux de représentation se trouvent au Vietnam. Leur place est bien souvent prédominante dans la structure d'exportation du café. Ainsi, durant la saison 2013/2014, ce ne sont pas moins de 14 entreprises étrangères qui se trouvaient dans la liste des 30 plus grandes entreprises d'exportation de notre pays<sup>9</sup>.

#### ***3.3.2. La petite et moyenne taille des entreprises vietnamiennes et leurs efforts de recherche des partenaires étrangers***

Selon les statistiques du Département général des douanes du Vietnam, durant la saison 2013/2014, c'est la société par action Intimex qui occupe le premier rang des entreprises exportatrices de café, en valeurs d'exportation. Viennent ensuite la société générale de TinNghia (2<sup>e</sup> rang), la société à responsabilité d'import-export 2-9 (4<sup>e</sup> rang) et la société par action Intimex MyPhuoc (5<sup>e</sup> rang). Il est important de remarquer ici que, à la différence des entreprises étrangères présentes sur le sol vietnamien, la plupart de ces sociétés vietnamiennes d'exportation du café sont des petites et moyennes entreprises (PME) qui ne disposent pas nécessairement de tous les degrés de latitude nécessaires, tant d'un point de vue commercial que financier, pour se développer à l'international.

---

<sup>8</sup> Voir l'annexe 1

<sup>9</sup> Voir l'annexe 2

### 3.4. Le renforcement des activités de soutien pour l'exportation directe du café

#### 3.4.1. Les activités sur le contrôle de la qualité du café exporté

Comme toute matière première, qu'elle soit agricole ou minérale, la notion de qualité est essentielle. Elle doit, dans un contexte d'asymétrie d'information entre acheteurs et vendeurs que la distance géographique tend à renforcer, faire l'objet de procédures strictes d'évaluation afin que le transfert de la marchandise, et les flux monétaires correspondant, puissent être réalisés. Concernant le café, celle-ci est, le plus souvent, vérifiée par une grande organisation des inspections dont le nom ayant valeur de « label » est précisé dans le contrat de commerce international. Cette dernière a pour rôle de publier un certificat justifiant la conformité de qualité des lots du café d'exportation par rapport aux exigences mentionnées dans les clauses du contrat commercial et/ou aux règlements étatiques sur la qualité.

Cette vérification de la qualité s'inscrit, le plus souvent, dans une logique de filière : les procédures de contrôle sont en effet réalisées tout au long de la supply-chain. En amont, au niveau du stockage producteur, l'organisme vérificateur examine le rangement, l'emballage, la quantité, le poids, la qualité, l'état et aussi la méthode de conservation du produit. Au cours du transport, il observe le moyen de transport et l'organisation du transport à partir de l'entrepôt jusqu'au port de chargement et celle du port de déchargement à l'entrepôt. Au port de chargement ou déchargement, l'état, l'emballage, la marque, la quantité et la qualité du café sont une fois encore contrôlés. Ce même organisme est aussi responsable de vérifier l'état des produits endommagés et de déterminer la cause et l'étendue de la perte. Ce n'est qu'une fois ces différentes étapes effectuées que l'organisme en question publie un certificat de qualité attestant de la conformité des produits aux clauses contractuelles. En théorie, l'inspection de ces organisations n'est pas obligatoire pour tous les lots du café exporté. L'organisation de l'inspection participe à la vérification de la qualité du produit si et seulement si une demande est exprimée en ce sens par l'entreprise exportatrice. Comme évoqué précédemment, la qualité – sa stabilité en réalité – est cependant une variable clé de l'échange international, ce qui explique pourquoi la plupart des entreprises vietnamiennes du café ont recours à ses services d'inspection.

Tous les organismes certificateurs ne sont pas internationaux et, dans le secteur du café au Vietnam, deux grandes organisations d'inspections nationales peuvent être citées : VINACONTROL et CAFECONTROL.

- *VINACONTROL*<sup>10</sup>: il s'agit de la première et de la plus grande organisation des inspections du Vietnam. Située à Hanoi, elle a 26 filiales et plusieurs bureaux de représentation qui se trouvent dans les grandes provinces, dans les centres commerciaux et aux portes douanières du Vietnam. VINACONTROL établit, maintient et développe les relations de coopération avec des organisations d'inspections connues dans le monde entier. De plus, elle est membre de plusieurs associations telles que la Chambre de Commerce et d'Industrie du Vietnam (Vietnam Chamber of Commerce and Industry – VCCI), l'Association de l'alimentation du Vietnam (Vietnam Food Association – VFA), l'Association du poivre du Vietnam, etc. Selon la norme ISO/IEC 17020, elle est classée au groupe A des organisations indépendantes des services d'inspection.

- *CAFECONTROL*<sup>11</sup>: il s'agit d'une organisation indépendante. Elle a pour mission de vérifier la qualité du café et est responsable des résultats du contrôle. En coopération avec le groupe du café ThaiHoa, le café est notamment classé en plusieurs grades sur la base

<sup>10</sup> Adresse: 54 Tran Nhan Tong – Hanoi; Tel: +84 4 3943 3840; Fax: +84 4 3943 3844;  
Email: [vinacontrol@vinacontrol.vn](mailto:vinacontrol@vinacontrol.vn)

<sup>11</sup> Address: Hoa Thang – BuonMaThuot – Daklak; Tel: +84 0500 3862040; Fax: +84 0500 3862401;  
Email: [cafecontroldaklak@dng.com.vn](mailto:cafecontroldaklak@dng.com.vn)

desquels, le centre du café BuonMaThuot (BuonMaThuot Coffee Exchange Center-BCEC) donne aux expéditeurs un certificat de qualité.

Durant la saison 2013/2014, le café exporté comprenait principalement le Robusta Type 2,5% des grains noirs et cassés (34,12%), le Robusta Type 1,2% des grains noirs et cassés (23,81%), le Robusta Type 2,3% des grains noirs et cassés (10,34%). La qualité du café est assez stable par rapport à la saison précédente. Le taux des grains noirs, cassés et moisissus diminue nettement mais le prix n'est pas élevé. Cependant, la qualité du café Arabica ne répond pas encore aux normes 4193:2005 (VICOFA, 12/2014).

### **3.4.2. Les divers services des banques commerciales**

Les banques commerciales vietnamiennes sont étatiques ou privées. A l'instar de toute banque, leur vocation est de répondre au besoin en capital des « entreprises » mais également dans le cas du secteur agricole, de mettre en œuvre des solutions techniques à destination de leurs clients. Grâce aux différentes politiques de crédit appliquées au secteur agricole et rural impulsées par le Gouvernement, les banques ont pu proposer des offres destinées prioritairement à la production et à l'exportation des produits agricoles, dont le café. Les producteurs et exportateurs peuvent ainsi profiter de prêts à faible taux d'intérêt ou préférentiel, ou de solutions financières et techniques adaptées aux caractéristiques particulières du secteur du café. Ces mêmes banques peuvent également se charger, pour le compte de leurs clients, des services du règlement international permettant le remboursement d'une dette commerciale ou le transfert unilatéral de fonds sous forme d'investissement. Le bon fonctionnement de ces services qui doit concilier facilité et rapidité des procédures, couplé à une accessibilité importante, est de toute évidence une des conditions *sine qua non* du plus grand rayonnement des entreprises vietnamiennes d'exportation du café. Pour y parvenir, les banques vietnamiennes ont mis à jour leurs technologies de paiement à l'international et s'appuient pour cela sur une coopération avec les banques étrangères. Le développement de filiales à l'étranger est également une solution privilégiée. Cette démarche est soutenue par des structures étatiques comme la Banque nationale du Vietnam et le ministère du Commerce et de l'Industrie du Vietnam dont l'ambition est de favoriser la connexion des banques du Vietnam et celles des pays qui sont des partenaires commerciaux importants.

Ces mêmes banques ont en outre pour vocation d'informer les entreprises d'exportation sur les actualités liées à leurs activités et, plus fondamentalement, sur tout changement juridique ou réglementaire, qu'il soit national ou international. De ce point de vue, ces entreprises peuvent s'appuyer sur l'expertise technique des banques dans la négociation des clauses contractuelles des contrats commerciaux internationaux. Dans le cadre de ces affaires internationales, les services d'affacturage sont également disponibles afin d'alléger les contraintes financières auxquelles ces exportations doivent faire face.

Il est par ailleurs important de signaler que les banques commerciales ont pour autre mission d'aider les producteurs et exportateurs vietnamiens à gérer leurs risques commerciaux et financiers. Lorsque des opérations de commerce international ont lieu, les entreprises exportatrices se confrontent en particulier au risque de contrepartie lié au fait que leurs clients n'exécutent pas les obligations que le respect des clauses contractuelles, réputées indivisibles, leur impose. Ce risque se présente lorsqu'un délai sépare les exécutions des obligations des différentes parties: le vendeur supporte les coûts au fur et à mesure de la fabrication du produit alors que l'acheteur ne paie qu'après la livraison avec un certain délai de paiement. Il ne faut, de toute évidence, jamais négliger le risque de rupture ou de suspension du contrat avant la livraison ou l'exécution qui aura un impact faible sur l'exportateur si l'acompte versé

par l'acheteur est important mais élevé dans le cas contraire. Ce risque pourra être sécurisé par une assurance-crédit. Après l'exécution de la prestation, le risque fondamental est le non-paiement dont l'origine est peut-être soit le débiteur/client lui-même ou une cause externe comme une puissance publique (embargo), une guerre, une émeute ou une révolution, une catastrophe naturelle. Face à ces risques, il est vivement conseillé aux entreprises actives à l'international, d'une part d'évaluer le degré de risque auquel elles sont confrontées, d'une part de choisir une couverture appropriée. Dans tous les cas, les banques commerciales proposent des solutions aux entreprises vietnamiennes de production et d'exportation non seulement pour les aider à réduire davantage les risques auxquels elles sont assujetties, mais également pour garantir leurs intérêts lors de l'exécution du contrat commercial international avec leurs partenaires étrangers.

En général, les banques commerciales offrent des services de couverture de risques aux exportateurs tels que la lettre de crédit, l'assurance-crédit pour s'assurer contre le risque de non-paiement, l'affacturage ou factoring pour céder ses créances à une société d'affacturage qui se charge de leur recouvrement, l'escompte à forfait pour être dégagé de tout recours par la banque en cas de défaillance de l'acheteur, etc. Selon le rapport annuel 2011 de la Banque d'Etat du Vietnam, il y a 80 banques commerciales au Vietnam. Toutes les banques offrent des services ainsi que des solutions visant à favoriser les activités d'exportation des entreprises dont les entreprises de café au Vietnam.

### ***3.4.3. La mise en place de soutiens par le Gouvernement vietnamien***

Le développement agricole et rural est une priorité au Vietnam. Le Gouvernement a publié plusieurs politiques spécifiques afin de renforcer la production et l'exportation des produits agricoles dont le café. Depuis plusieurs années déjà, le Gouvernement vietnamien prend plusieurs mesures visant l'encouragement de l'exportation et la création d'un avantage concurrentiel pour le café. La taxe pour l'exportation du café, notamment, est nulle. Comme évoqué précédemment, les exportateurs de café peuvent, en outre, profiter de prêts à faible taux d'intérêt ou préférentiel provenant non seulement des banques commerciales mais également du Fonds de soutien à l'exportation fondé par le décret N° 195/2000/QĐ-TTg en 2001 par le Gouvernement vietnamien. Après une dizaine d'années de fonctionnement, ce dernier a montré un succès certain pour subvenir aux besoins des entreprises d'exportation du café en situation financière difficile. Il convient, à cela, d'y inclure naturellement le rôle du taux de change administré par la Banque d'Etat du Vietnam qui, par sa stabilité, limite le risque de change, ou pour le moins le risque de change dit « de transaction »,<sup>12</sup> auxquels les entreprises d'exportation font face.

Au-delà des aspects financiers susmentionnés, les exportateurs vietnamiens bénéficient de soutiens étatiques pour favoriser la mise en œuvre de leur stratégie commerciale à l'international. Le Service de la Promotion du commerce (qui fait partie du ministère du Commerce et de l'Industrie du Vietnam), la VICOFA et la Chambre du Commerce et de l'Industrie du Vietnam sont ainsi les organes principaux chargés de la promotion commerciale du café vietnamien à l'étranger. Ils disposent de groupes de spécialistes en charge de réaliser des études de marché, de découvrir de nouveaux marchés potentiels et de promouvoir les exportations nationales. La recherche s'oriente à la fois vers les nouveaux marchés et la mise à jour des règlements de la part des marchés existants. La commercialisation d'un produit à l'étranger n'est de toute évidence pas une stratégie simple en raison, notamment, des processus de contrôle de qualité du café. Sur chaque marché, un organisme anti-fraude et un laboratoire sont en effet désignés pour cette mission. Ils prennent quelques échantillons de

---

<sup>12</sup> Par rapport au risque de change dit « économique » portant sur la perte de compétitivité des exportations nationales une fois libellées en monnaie étrangère.

différents sacs pour les analyser et vérifier si le lot des produits répond bien à leurs critères de qualité. Le programme d'amélioration de la qualité du café de l'OIC demande aux membres producteurs de s'efforcer de restreindre les exportations d'arabica présentant plus de 86 défauts par échantillon de 300 grammes ou de robusta présentant plus de 150 défauts par échantillon de 300 grammes (Centre du Commerce International (ITC), 2011). Il s'agit de la première barrière que l'exportateur doit surmonter quand il a l'intention de vendre son produit. L'adaptation du produit exporté aux besoins du consommateur, *in fine* souvent différents d'un marché à un autre, mais également aux règlements spécifiques du pays d'importation, impose de plus que les entreprises soient « épaulées ».

Ainsi, depuis quelques années, le Service de la Promotion du Commerce, la VICOFA et la Chambre du Commerce et de l'Industrie du Vietnam publient des rapports réguliers sur les différents marchés de consommation mondiaux. Ces derniers permettent aux entreprises vietnamiennes de mieux appréhender des variables essentielles à leur activité, notamment le niveau de la demande de café dans le pays, les potentialités du marché et les différentes règles ou mécanismes régissant l'importation du café. Ceci permet donc aux entreprises vietnamiennes d'évaluer l'adaptation de leur produit aux demandes locales et leur capacité intrinsèque à répondre aux critères du régulateur. Ce soutien étatique réduit naturellement les coûts de pénétration du marché étranger, supposés élevés.

Ces organismes ont par ailleurs pour responsabilité de renforcer la coopération entre les différentes ambassades du Vietnam afin que celles-ci puissent trouver des partenaires étrangers, commerciaux ou financiers, aux entreprises nationales, et renseignent les entreprises vietnamiennes de café en termes de procédures nécessaires à l'ouverture d'entrepôts, de bureaux de représentation, de filiales, etc.



## **II. LA PROBLEMATIQUE DE LA COUVERTURE DES RISQUES DU CAFE CHEZ LES INTERVENANTS VIETNAMIENS**

### **1. La commercialisation du café et les risques qui lui sont associés**

#### **1.1. Les caractéristiques « sensibles » du café – la grande préoccupation des producteurs**

Aujourd'hui, le café est une des matières premières dont le commerce est le plus répandu dans le monde. Depuis de nombreuses années, il se situe au deuxième rang mondial des matières premières, en tant que source de devises pour les pays en développement. Puisque l'exportation du café est destinée aux pays riches, il est un vecteur de transfert de la richesse. Il joue, ce point de vue, un rôle essentiel pour couvrir les dettes extérieures des pays producteurs exportateurs dont la plupart se trouvent sur la liste des pays pauvres publiée par le Fond Monétaire International.

Le café est cultivé dans plus de 50 pays de la ceinture tropicale. 25 millions de personnes vivent directement de la culture mais on estime que 100 millions de personnes sont impliquées dans la filière agricole. La culture du café occupe une surface d'environ 10 millions d'hectares, dont 42% en Amérique du sud (Brésil, Colombie, Venezuela, Equateur), 14% en Amérique centrale (Mexique, Guatemala, République Dominicaine), 34% en Afrique (Côte d'Ivoire, Ethiopie, Angola, Congo) et en Indonésie, le reste se répartissant entre les Philippines, Madagascar, l'Inde, Cuba, etc. Les principaux importateurs de café sont les Etats-Unis, l'Allemagne, le Japon, la France et l'Italie. Ces cinq pays représentent environ 50% des importations du café dans le monde. Actuellement, il est facile de trouver du bon café dans toutes les grandes villes du monde. N'importe quel lieu public propose plusieurs variétés de cafés, boissons et produits de grignotage.

Le café s'échange dans les principales bourses de marchandises et sur les grands marchés à terme. Les deux principales Bourses du café se trouvent à New York (pour Arabica) et à Londres (pour Robusta), avec les variétés d'arabica du Lot de 250 sacs (unité de cotation le cent/livre), et de robusta du lot de 5 tonnes (unité de cotation le dollar/tonne).

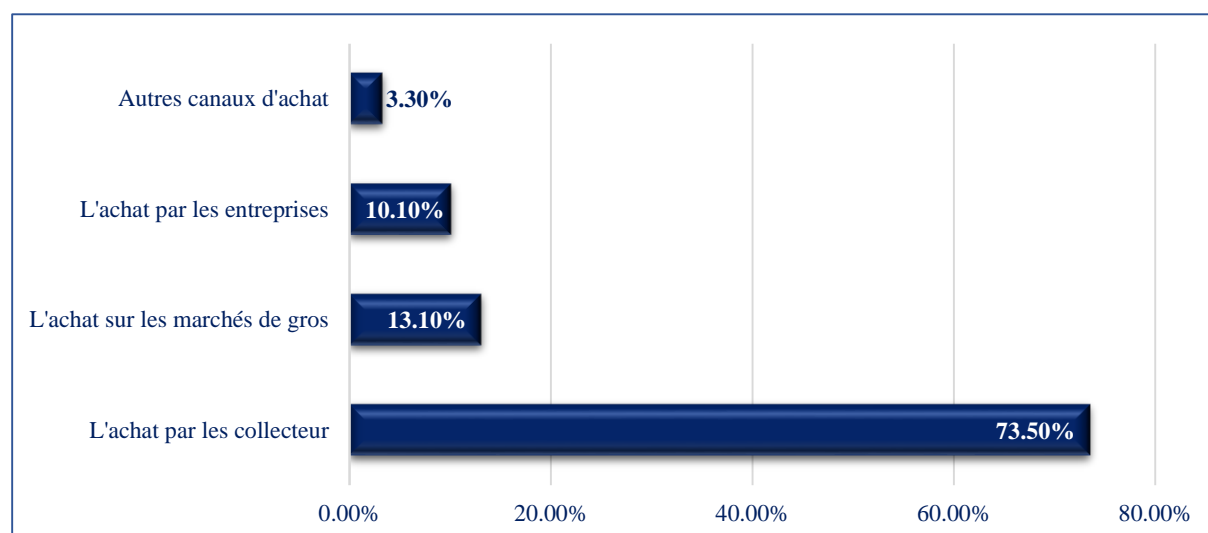
Comme les autres produits agricoles, le résultat de la saison du café dépend beaucoup des conditions naturelles, météorologiques et aussi climatiques. Les producteurs de café sont majoritairement des exploitants individuels dont la plupart disposent d'unités de production de toute petite taille et dispersées géographiquement. La standardisation de la qualité, l'uniformité et la collecte des produits réservés au traitement et à l'exportation est en conséquence complexe à assurer. La dispersion géographique des exploitations limite par ailleurs la coopération entre producteurs dans le processus de commercialisation et de production. La caféiculture contient des caractéristiques spécifiques comme par exemple le traitement du café. Le café est consommé à l'intérieur ou à l'extérieur du pays et commercialisé sur les principes du marché et de la liberté du commerce. Cependant, la récolte du café est saisonnière ce qui rend difficile l'harmonisation de l'offre et la demande à l'instar de tout marché agricole (Marquet, 1992). Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, le café a un prix relativement bas lorsque la saison est bonne et que les récoltes sont abondantes et un prix comparativement élevé lorsque les récoltes tendent à être mauvaises et que le risque de « pénurie » se fait sentir. Ne connaissant ni le prix auquel ils pourront vendre leurs récoltes, ni, fondamentalement, les quantités qu'ils seront à même de produire, les cultivateurs de café vietnamiens, comme tout producteur, doivent faire face à une situation d'incertitude d'autant plus grande que leurs productions s'intègrent dans un vaste marché international dont les composantes de l'offre et de la demande sont non seulement multiples, mais également, de

leurs points de vue, particulièrement difficiles à anticiper. La participation aux opérations de commerce international génère par ailleurs d'autres prix de risque, en sus du risque de prix de nature économique, politique et juridique, liés notamment à la possibilité d'évolutions réglementaires dans le pays importateur. Les risques économiques se composent du risque de concession en matière de contrôle économique, du risque d'insolvabilité de l'acheteur, du risque de non-acceptation, du risque de défaut prolongé, c'est-à-dire l'incapacité de l'acheteur à payer le montant dû au bout de six mois à compter de la date d'échéance, et du risque de change. Les risques politiques se divisent quant à eux, au-delà des risques extrêmes de type guerre, en risque de non-renouvellement des licences d'importation et d'exportation et en risque d'imposition d'une interdiction d'importation après la livraison de la marchandise.

## 1.2. La distribution du café à travers plusieurs niveaux d'intermédiaires au Vietnam

Selon Nestlé (2003), « la présence d'intermédiaires dans la chaîne d'approvisionnement du café s'avère nécessaire. Sans eux, les planteurs seraient dans l'impossibilité de vendre du café. Parfois, il arrive aussi que les intermédiaires profitent de la situation financière précaire des planteurs et du fait qu'ils vivent dans des régions reculées, pour leur imposer des prix extrêmement bas. D'autres abusent de leur richesse relative en accordant aux planteurs des prêts à des taux d'intérêts prohibitifs ».

**Graphique 9: Les canaux d'achat des produits agricoles au Vietnam**



Source: L'enquête de l'Université d'économie de Hô-Chi-Minh-Ville en 2008-2009

Comme le montre le graphique ci-dessus, le café est, à l'instar des autres produits agricoles, principalement négocié entre les paysans et les collecteurs. La distribution du café (à partir des producteurs jusqu'aux consommateurs) est donc exécutée à travers plusieurs niveaux d'intermédiaires. En cela, il apparaît clairement au Vietnam que le prix de vente du café qui revient au producteur dépend certes des fondamentaux du marché mais également des collecteurs. Ces producteurs bénéficient peu de la valeur ajoutée que la transformation du produit autorise alors que le risque de prix qu'ils supportent est important. En d'autres termes, les producteurs ne peuvent utiliser une quelconque marge de transformation ou d'intermédiation pour se protéger contre une évolution défavorable du prix de leur produit. La « Supply chain » du café au Vietnam a pour conséquence que les entreprises de café et les producteurs individuels ne sont pas autonomes dans leur stratégie de fixation des prix et donc de gestion du risque que la variation de ce dernier génère.



### 1.3. Les difficultés relatives à la gestion des stocks et le mauvais choix de la période de vente du café

L'observation de la filière du café au Vietnam montre que les producteurs et/ou exportateurs ont du mal à choisir le moment de la vente du café. Si l'on souhaite valoriser au mieux son café, il est traditionnellement nécessaire d'attendre que les prix montent après la cueillette et le traitement du café. Cela implique de stocker le café et d'immobiliser des capitaux. Pourtant, les paysans vietnamiens ainsi que les entreprises de production et d'exportation du café rencontrent des difficultés tant au regard de la mise en œuvre « technique » de cette stratégie de stockage qu'au regard de son financement.

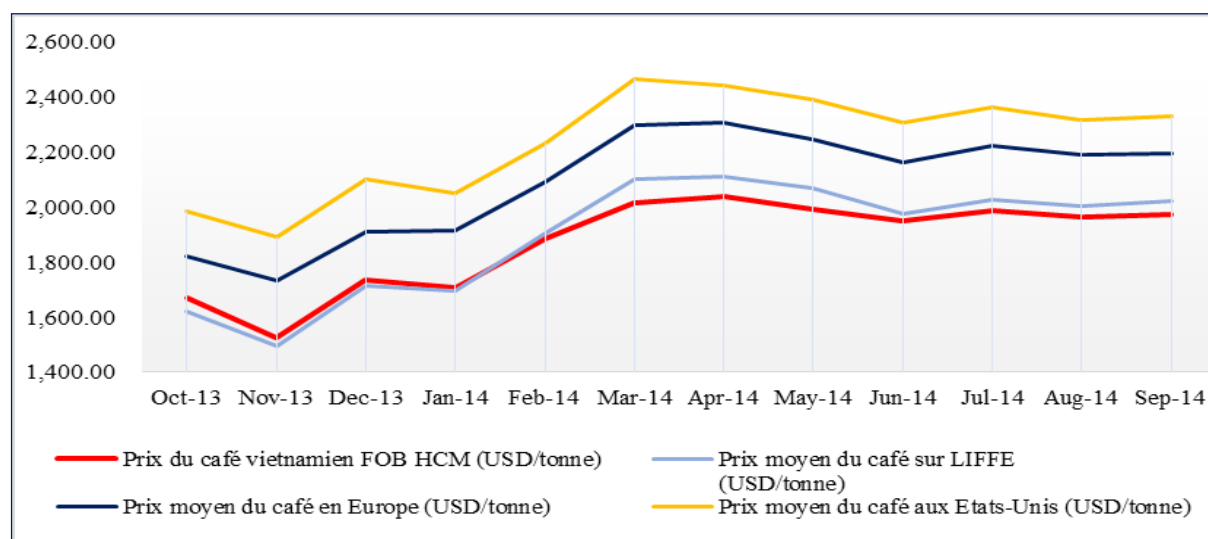
En ce qui concerne le financement, force est de constater que les producteurs doivent faire face à beaucoup de barrières informelles lors de la recherche d'un prêt bancaire. Comme l'a montré l'imposante théorie existant désormais sur le rôle de la micro finance pour pallier au déficit de financement, les banques commerciales offrent certes des prêts dont le taux d'intérêt est inférieur à celui qui est proposé par le marché noir mais elles exigent également des procédures administratives complexes et même des biens en garantie. Ceci représente un obstacle de taille pour les paysans vietnamiens.

En ce qui concerne le stockage, les espaces de séchage à l'échelle de la nation, ne sont pas suffisants dans la mesure où l'essentiel des efforts fournis jusqu'alors a porté sur l'accroissement de la superficie cultivée et donc de la production. L'aval de la filière se retrouve avec des stocks importants et cette charge semble se faire dans de mauvaises conditions aussi bien sur un plan quantitatif que qualitatif. En effet, les cultivateurs, surtout les cultivateurs individuels, doivent souvent vendre leur récolte au début de la saison afin d'honorer les contraintes financières auxquelles ils font face. En fait, la relation actuelle entre les paysans et les entreprises de la production et/ou de l'exportation est très « lâche ». Une filière, comme le souligne Marquet (1992), se doit d'assurer théoriquement trois fonctions: (1) une fonction technico-commerciale visant à adapter le produit tel qu'il apparaît en amont, i.e. au stade de la récolte, aux besoins exprimés par les consommateurs; (2) une fonction de valorisation permettant de fournir un prix de transfert du produit à toutes les étapes de la filière et enfin (3), une fonction de dilution des risques entre intervenants de telle sorte que ceux-ci soient répartis proportionnellement à la capacité financière des différents intervenants de cette filière à les assumer. Il apparaît clairement qu'au Vietnam cette dernière fonction n'est pas tellement assurée. Bien que les agriculteurs disposent de 80% de la surface totale de la caféiculture, ils semblent en effet n'avoir aucun « pouvoir de marché ». Ils ne jouent aucun rôle dans la négociation de leurs produits. Une vente à des prix très faibles ne couvrant bien souvent pas les coûts initiaux, les conduit à s'endetter d'autant plus fortement qu'il faut également investir pour moderniser ou simplement entretenir l'appareil de production. Dans la chaîne de distribution des intérêts, les cultivateurs reçoivent ainsi un taux de profit très faible par rapport aux entreprises de transformation, d'exportation du café. Selon M. NGUYEN Van Sy – Directeur adjoint du Département de traitement des opérations de l'agriculture, de la sylviculture, de l'aquaculture et du sel – ministère de l'Agriculture et du Développement rural du Vietnam, il est nécessaire de diviser proportionnellement les intérêts entre les cultivateurs, les commerçants et les transformateurs du café puisqu'il s'agit du facteur essentiel pour le développement du secteur du café.

Les entreprises d'exportation sont dans une situation analogue. Il y a actuellement au Vietnam 125 exportateurs du café dont la majorité n'a pas suffisamment de ressources financières pour garder le café en entrepôt et attendre le moment qu'ils pourraient juger le plus favorable pour vendre leur production. Egalement endettés, ces exportateurs doivent, à l'instar des producteurs, vendre immédiatement après les achats en début de saison, lorsque

les cours sont relativement bas (puisque l'offre est pléthorique). L'observation du fonctionnement des marchés a alors pu montrer qu'au cours de la saison 2013/2014, 200.000 tonnes de café Robusta pouvaient être vendues alors que la demande exprimée n'était que de 100.000 tonnes au maximum pour ce type de produit. Quand le prix augmentait, plus aucune entreprise vietnamienne n'avait de café à vendre, donnant à ses contreparties, grâce aux stocks qu'elles avaient, elles, constitué, la possibilité de profiter de la hausse ultérieure des cours. Un autre aspect de la structuration de la filière apparaît défavorable aux opérateurs nationaux : l'asymétrie fondamentale entre le nombre de vendeurs nationaux par rapport aux acheteurs internationaux. Les 125 entreprises d'exportation du café évoquées précédemment vendent du café à seulement 8 sociétés de transformation dans le monde. On comprend, dès lors, qu'en l'absence de stratégie coopérative entre exportateurs nationaux, le pouvoir de négociation de la filière nationale est faible et ce, d'autant plus que les problématiques de qualité inhérentes à l'offre vietnamienne ne favorisent pas le rééquilibrage de ce rapport de force. Le prix de vente est en conséquence comparativement très faible. Le café du Vietnam est en effet un des cafés les moins chers au monde, inférieur, en moyenne, de 250 USD par tonne à ceux des autres pays producteurs comme le Brésil et la Colombie. Le graphique ci-dessous montre bien que le café du Vietnam est souvent vendu à un prix inférieur au prix à Londres, aux prix moyen du Robusta en Europe et aux Etats-Unis.

**Graphique 10: Le prix du café vietnamien en comparaison avec le prix du café dans le monde**

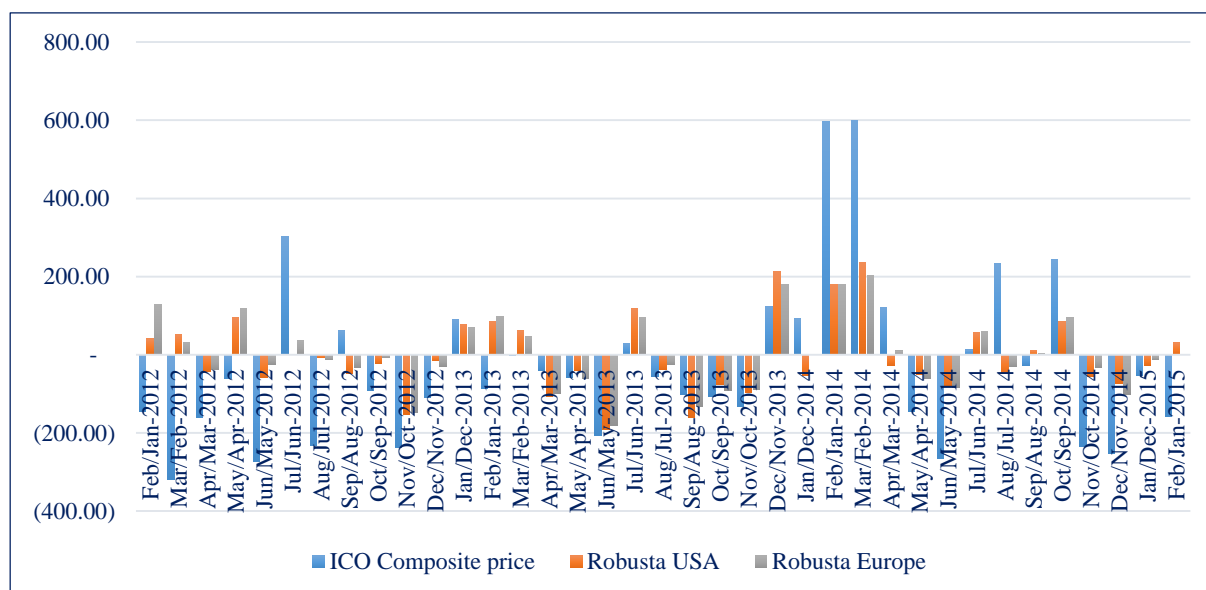


Source: Le rapport de la VICOFA sur la saison 2013/2014

#### 1.4. La forte fluctuation du prix du café au Vietnam et dans le monde

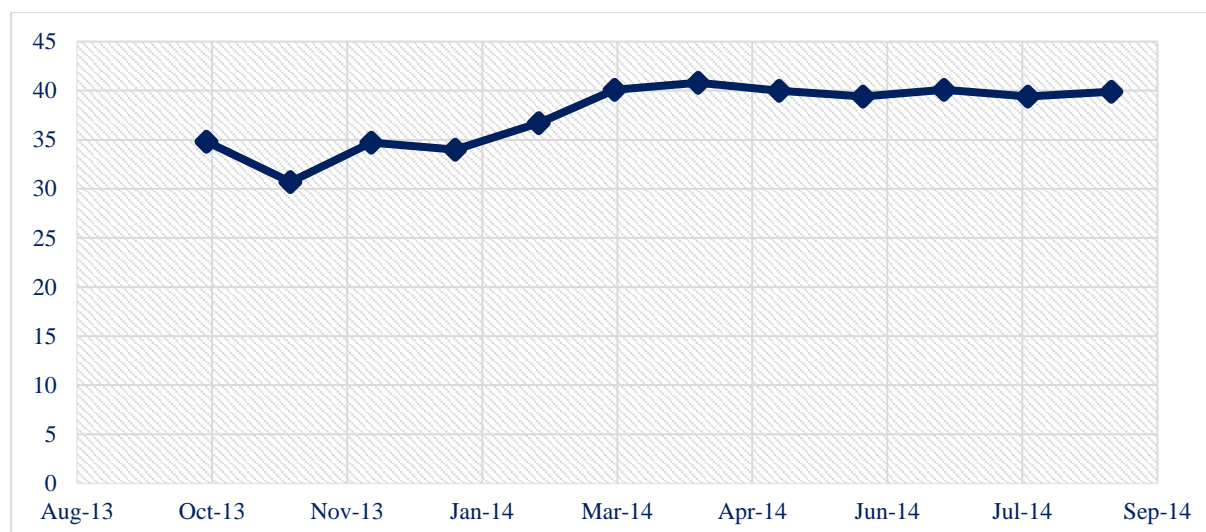
Le café est classé en produit agricole « sensible » puisque ses cours fluctuent chaque jour, même chaque minute, entre le moment de culture et le moment de récolte, entre le moment d'achat et le moment d'exportation. N'importe quelle fluctuation légère ou forte du cours a en effet une influence déterminante sur le revenu des producteurs, des commerçants et aussi des investisseurs.

Le graphique ci-dessous présente la différence mensuelle du prix du café dans le monde, de janvier 2012 à février 2015.

**Graphique 11: La différence mensuelle du prix du café pendant la période du 01/2012-02/2015**

Unité: USD/tonne

Source: OIC

**Graphique 12: Le prix du café à Daklak au cours de la saison 2013/2014**

Unité: VND/kg

Source: Le rapport de la VICOFA sur la saison 2013/2014

Le graphique ci-dessus illustre le prix du café à Daklak durant saison 2013/2014 (du mois d'octobre 2013 au mois de septembre 2014). Ils montrent que la fluctuation du prix du café est assez forte.

### 1.5. Le risque de change dans le commerce international du café et la gestion du taux de change du Gouvernement vietnamien

Le taux de change est le prix auquel il est possible d'acheter ou de céder une devise en payant ou en recevant une autre devise. Le risque de change se définit consécutivement comme le risque d'une modification défavorable de la contrevaletur en monnaie nationale d'un flux de devises à livrer ou à recevoir due à la variation non anticipée d'un cours de

change. Une baisse des cours de change peut, dans le cas d'une cotation à l'incertain<sup>13</sup>, entraîner une perte de valeur d'avoir libellés en devises étrangères. De même, la hausse des taux de change peut entraîner une hausse de valeur en monnaie nationale pour des engagements libellés en devises étrangères. Le risque de change se mesure par la position de change qui se définit comme le solde net de ses avoirs dans une devise donnée.

Tout mouvement du taux de change modifie la valeur estimée de la part des ressources d'endettement, et peut avoir un impact non négligeable sur le résultat des affaires des exportateurs et aussi importateurs. Il y a toujours un décalage entre la date de la conclusion du contrat et celle du paiement, il est donc logique d'avoir une différence entre les recettes d'exportation espérées et celles effectivement encaissées.

Les exportateurs de café vietnamiens se confrontent au risque de la baisse du taux de change VND/USD. Ils produisent ou collectent des produits en VND mais les vendent sur le marché international en devises étrangères (principalement en USD) selon le schéma suivant. Le prix de vente du café fixé sur les marchés internationaux sert de prix de référence dans la négociation commerciale qui unit les acteurs nationaux et les acheteurs internationaux. Ce prix étant communément admis, la négociation portera alors sur la valeur du différentiel, représentatif des différences contractuelles entre les spécifications locales et internationales (qualité du produit notamment, incoterms) et qu'il conviendra de déduire (dans le cas vietnamien, du prix de référence). Le prix « commercial » du café (prix de référence moins différentiel) qui en résulte est traditionnellement un prix libellé en USD, signifiant que les exportateurs vietnamiens subissent intégralement le risque de change de transaction. Cette problématique est donc essentielle pour le producteur/exportateur de café, qui, économiquement, lui impose non seulement de prévoir l'exposition au risque de change auquel il devra faire face mais également de prendre des mesures permettant de le couvrir.

Il existe, depuis 1986, lorsque le Parti communiste du Vietnam a décidé de faire évoluer le pays d'une économie de planification centralisée vers une économie de marché sous la gestion de l'Etat, un marché des changes vietnamien: le VINAFOREX. Par ailleurs, le 20/09/1994, la Banque d'État du Vietnam (State Bank of Vietnam – SBV) a publié la Décision n° 203/QĐ-NH9 sur la mise en place du marché interbancaire de devises, ainsi que la Décision n° 203/QĐ-NH13 sur la promulgation du Règlement sur l'organisation et le fonctionnement du marché interbancaire de devises. Il s'agit d'un tournant historique dans le processus de développement du marché des changes du Vietnam. Ces deux Décisions ont édicté des règles détaillées sur les conditions de participation à ce marché, les procédures à respecter pour cela, mais également la méthode de détermination du taux de change, les devises autorisées, etc. Le marché interbancaire de devises comprend la SBV et les banques commerciales autorisées à exécuter des opérations de devises. La SBV est à la fois membre, gestionnaire et contrôleur du marché. A l'origine, les banques commerciales ne proposaient que des services de courtage de devises afin de tirer profit du simple écart entre cours acheteur et vendeur. Depuis, ces dernières ont élargi la gamme des services disponibles afin de mieux répondre au processus d'intégration économique du pays. La Décision n°17/1998/QĐ-NHNN7 promulguée le 10/01/1998 et précisant le cadre juridique pour les opérations de change, a en effet encouragé la diversité des activités sur devises des banques commerciales et a renforcé la gestion et supervision de la SBV. Dans le domaine de la gestion des risques, les premières opérations à terme et swaps sur devises ont été introduites sur le marché vietnamien. Les opérations portant sur les « options » de change sont quant à elles testées depuis 2015 par la SBV.

---

<sup>13</sup> Le taux de change définit alors le nombre d'unités de monnaie domestique pour une unité de monnaie étrangère. Une hausse du taux de change est donc représentative d'une dépréciation (appréciation) de la monnaie nationale (étrangère), et inversement.

L'ordonnance n° 28/2005/PLUBTVQH11 publiée le 13/12/2005 et entrée en vigueur le 1/6/2006 complète enfin les dispositions précédentes relatives aux opérations sur devises. En ce qui concerne la gestion du taux de change, les chiffres montrent bien que depuis 2008, la SBV a adopté une politique de change visant à réduire la valeur extérieure du VND pour encourager l'exportation des produits<sup>14</sup>. En outre, la SBV permet aux banques commerciales de développer des points d'échange de devises, exécuter la charge flottante sur les options USD/VND et surtout de mettre en œuvre le régime accordé du taux de change, etc.

Date de mise au point	Amplitude du changement
10/03/2008	+/- 1%
27/06/2008	+/- 2%
07/11/2008	+/- 3%
24/03/2009	+/- 5%
25/11/2009	+/- 3%
11/02/2001	+/- 1%
28/06/2013	+/- 1%
18/06/2014	+/- 1%
07/01/2015	+/- 1%
12/08/2015	+/- 2%
19/08/2015	+/- 3%

Source: La SBV

**Tableau 3: La correction du taux de change par la SBV**

Durant l'année 2013, le marché de change USD/VND a connu trois soubresauts importants fin février/début mars, à la fin du mois de juin et au début de celui de juillet, puis début décembre. La SBV est intervenue pour corriger de façon discrétionnaire le taux de change en vendant les devises étrangères et réduisant consécutivement le prix de vente au niveau de 20.950 VND/USD au 05/03/2013 au lieu du prix plafond de 21.036 VND/USD – niveau maintenu à partir de la fin de l'année 2011. La SBV a continué ses interventions sur les mois à venir. Concrètement, le taux de change a été successivement dévalué au niveau de 21.005 VND/USD (au 20/05/2013) puis 21.230 VND/USD (28/06/2013) et 21.246 VND/USD (08/07/2013). On peut, en cela, affirmer que la politique de stabilisation de la SBV a été couronnée de succès. L'accroissement des réserves de change est considéré comme le point positif du marché de change en 2013. La SBV a en effet réussi à acheter une grande quantité de devises étrangères de telle sorte que les réserves de change ont atteint 201.325 milliards USD, soit 6 milliards USD de plus en comparaison avec 2012.

En 2014, la SBV a continué à gérer le taux de change de façon flexible et ce, en coopération stricte avec la gestion du taux d'intérêt avec pour double objectif de renforcer le rôle du VND et de diminuer la situation de dollarisation dans l'économie nationale. L'objectif de stabilisation dans le cadre des zones cibles privilégié par la SBV a, pour cette année, été fixé à une amplitude inférieure à 2%.

<sup>14</sup> La dévaluation du VND n'est de toute évidence pas sans conséquence, avec une augmentation de l'inflation domestique (selon le calcul, la perte de 1% du VND par rapport à l'USD entraîne 0,21% de baisse des produits exportés mais 0,49% de l'augmentation des importations), un accroissement de la dollarisation (qui accroît l'inefficacité en termes de fonction de paiement et de réservation de la valeur du VND) mais également une pression sur le remboursement de la dette extérieure pour les entreprises et aussi le secteur public (la dette du Vietnam est en effet libellée en trois grandes devises (USD, EUR, JPY). La dette publique est de 42,2 % en 2010 par rapport au PIB, 41,5% en 2011, 41,1% en 2012).



La SBV a suivi strictement l'évolution du marché des changes ainsi que la balance de paiements internationaux. Elle continue par ailleurs à réduire le taux d'intérêt pour le VND et le taux de change interbancaire en fonction de l'évolution de l'offre et de la demande sur le marché.

Dans un contexte où le crédit augmentait lentement, la SBV a assoupli le cadre définissant les règles permettant de prêter en devises étrangères selon la politique du Gouvernement, tout en mettant l'accent sur les domaines prioritaires et la capacité d'équilibrer les devises étrangères des banques commerciales. Avec un taux d'intérêt annuel de 4 à 5% inférieur à celui d'un emprunt en VND, les entreprises obtiennent le crédit à des conditions avantageuses, ce qui contribue à la diminution de leurs coûts de production. Si l'on excepte le risque d'attaques spéculatives et de crise de change qui en résulte, les entreprises n'ont pas à se soucier du mouvement du taux de change puisque ce dernier est encadré. Signe du succès de cette flexibilité accrue, le crédit en devises étrangères a augmenté de 12,03%, au cours des six premiers mois de l'année 2014.

Outre l'élargissement du cadre réglementaire permettant de prêter en devises étrangères, la Banque d'Etat et les organes concernés se sont coordonnés pour renforcer les mesures du contrôle de change, punir les violations et mettre en œuvre la politique de « l'utilisation unique de VND sur le territoire vietnamien ». Grâce aux mesures de stabilité macroéconomique et de maintenance d'un niveau faible d'inflation, le rôle international du VND semble s'être renforcé. Le montant des envois de fonds est de plus en plus important, ce qui constitue une des bases fondamentales pour accroître l'offre de devises étrangères, stabiliser le marché de change et limiter le risque de dollarisation sur le marché vietnamien. Pour soutenir les activités d'exportation et promouvoir la croissance économique suite aux objectifs fixés par l'Assemblée nationale et le Gouvernement, la SBV a décidé de « dévaluer » de 1% supplémentaire le taux du VND par rapport au taux officiel (soit au niveau de 21.246 VND/USD) à partir du 19/06/2014. Cette décision s'inscrit dans un contexte où l'USD était négocié à un niveau élevé sur la période précédente. Suite à la décision citée ci-dessus, le taux de change sur le marché interbancaire a légèrement augmenté, puis rapidement baissé au niveau inférieur au plafond prescrit. La liquidité du marché étant bonne dans les premiers mois, la SBV a pu acheter des devises étrangères pour accroître la réserve nationale de change et les porter au niveau de 35 milliards de dollars et, une fois encore, diminuer la dollarisation. À la fin du mois de juin 2014, le taux des dépôts en devises étrangères sur le paiement total était ainsi de 11,4%, en léger retrait par rapport à la fin de l'année 2012-2013 où ce taux était de 12,4%.

La situation extérieure du VND s'apprécie dans une logique comparative. De ce point de vue, il est important de rappeler que du 11 au 13 août 2015, la Chine a abaissé le taux de référence du yuan face au dollar à 3 reprises. C'est la plus importante dépréciation enregistrée en 20 ans par la monnaie chinoise, ce qui a immédiatement affecté le marché des changes et la bourse mondiale. Face à cette situation, le 11 août, la Banque d'Etat du Vietnam a augmenté de 1% le taux de référence du VND face au dollar. Depuis le 19 août, le taux de change entre le dong vietnamien et le dollar américain sur le marché interbancaire est passé de 21.673 dongs à 21.890 dongs, soit une hausse de 1%. En outre, la fourchette de variation de ce taux est désormais de +/- 3% depuis le 13 août. Le taux de change interbancaire est le point de référence des banques en matière de transactions sur devises, ce qui donne, en l'occurrence, une amplitude maximale de 21.233 à 22.547 dongs pour un dollar. C'est la troisième fois que la banque centrale augmente le taux de change interbancaire et, selon l'estimation de certains experts, avec cette amplitude supérieure, le taux de change VND-USD est autorisé à augmenter de 5%, soit bien davantage que les 2% ciblés au début de cette année par la SBV.



*Graphique 13: La fluctuation du taux de change entre VND et USD depuis l'année 2008*



Source: <http://www.bloomberg.com/quote/USDVND:CUR/chart>

L'augmentation de l'amplitude de variation du taux VND-USD est nécessaire à la pratique d'une politique monétaire souple en fonction des fluctuations imprévues sur le marché mondial comme sur le marché domestique d'ici à 2016, souplesse qui est un des principes cardinaux de la banque centrale depuis quelques années en application de la politique gouvernementale de stabilisation des fondamentaux macroéconomiques de l'économie vietnamienne.

Engagée dans le maintien de la stabilité du marché des devises comme celui de la compétitivité des produits vietnamiens, la SBV prendra d'autres mesures synergiques d'intervention sur le marché en cas de nécessité, y compris en alimentant le marché en devises. Fin juillet, elle a annoncé des réserves nationales de 37 milliards de dollars américains et de dix tonnes d'or. Selon les prévisions, la SBV devrait continuer à faire évoluer « en douceur » le taux de change afin d'encourager les exportations mais sans pour autant renforcer les pressions inflationnistes, tout en assurant la liquidité et sécurité du système bancaire du Vietnam.

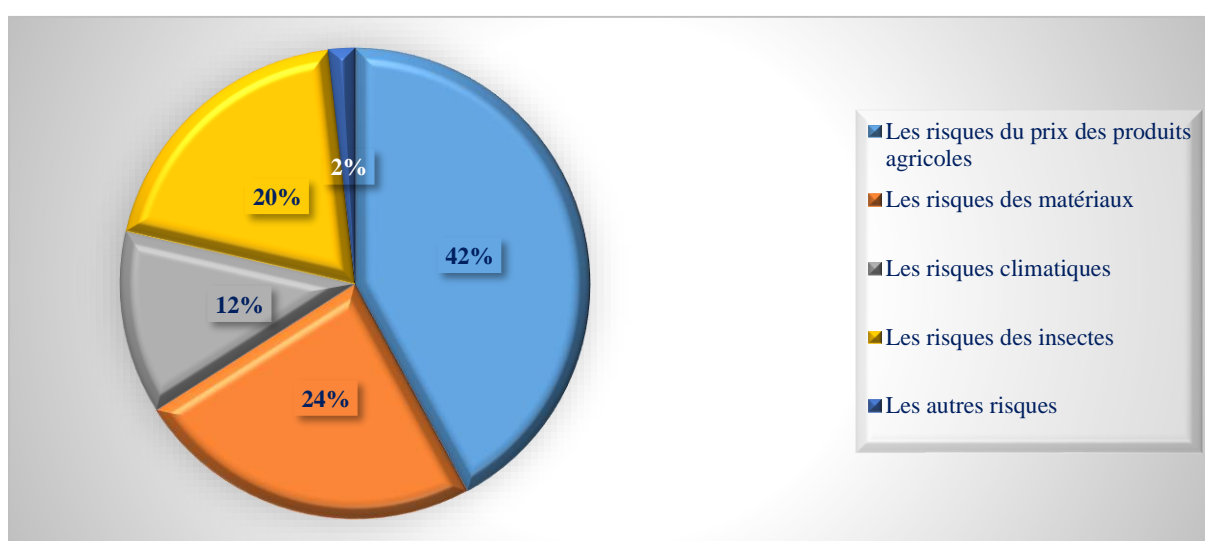
## **2. La couverture des risques des producteurs/exportateurs du Vietnam et les inconvénients**

### **2.1. La reconnaissance des risques au Vietnam**

Depuis longtemps, les producteurs agricoles vietnamiens se confrontent aux risques du prix des produits agricoles. Ces derniers ont des effets importants sur la vie des agriculteurs et les chiffres d'affaires des entreprises.

Selon l'enquête par l'université d'économie de Hô-Chi-Minh-Ville (Trường đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh, 2009), les producteurs vietnamiens connaissent bien les conséquences du mouvement du prix des produits agricoles, ayant dû subir par le passé de graves pertes à cause de la chute du prix des produits agricoles ou de l'augmentation des pesticides. Ainsi, lorsque le prix du café a atteint le record de 40.000 à 42.000 VND/kg au mois de mars 2009, les producteurs de café vietnamiens ont décidé de ne pas en vendre, dans une logique *in fine* spéculative, espérant alors que la hausse se prolonge. Le 18 mars 2009, avec un prix du café à 23.200 VND/kg à GiaLai et DakNong, c'est bien l'inverse qui s'est produit. Le risque de prix n'est de toute évidence pas le seul risque dont les producteurs ont pleinement conscience. D'après l'enquête susmentionnée, une majorité des répondants se déclarent exposés au risque du prix (57,9%), 23,9% au risque des matériaux<sup>15</sup> (23,9%), 12,6% aux risques climatiques (12,6%), et 19,6% aux risques phytosanitaires (insectes).

**Graphique 14: La reconnaissance des producteurs agricoles du Vietnam sur les risques affectant du revenu**



Source : L'enquête de l'Université d'économie de HoChiMinh en 2008-2009

Selon le Vernimmen (2013), la couverture ou « hedging » est une pratique qui consiste à se protéger contre un risque non désiré. Elle a pour but d'éliminer l'incertitude de l'évolution indésirable d'un prix (au sens large) de sorte à se protéger.

## 2.2. Les mesures de couverture des risques au Vietnam

Les outils permettant de couvrir les risques, et notamment le risque de prix, sont de nature variée et n'imposent pas nécessairement le recours à des instruments financiers dérivés, tels que les options, swaps, ou encore, dans le domaine des matières premières, des contrats à terme ou « futures ». En réalité, la gestion « physique » ou commerciale de ce risque peut être envisagée. Il importe dès lors de comprendre les avantages et les inconvénients de ces différentes stratégies.

### 2.2.1. Le stockage temporaire – l'outil de gestion des risques du café au niveau national et les avis différents sur ses effets

<sup>15</sup> Ce sont les risques liés aux mouvements du prix des approvisionnements, des intrants, etc.

Au Vietnam, le Gouvernement considère le stockage temporaire comme un outil de gestion des risques au niveau national. Pourtant, les points de vue sur les effets de cet instrument sont différents.

En théorie, le stockage temporaire se définit comme le fait que les entreprises conservent ou achètent du café sans le revendre immédiatement, dans le but soit de faire augmenter le prix du café si le pays considéré dispose d'un pouvoir de marché suffisant (le stockage temporaire apparaît pour la première fois en 1906 au Brésil – le plus grand producteur du café dans le monde), soit, dans le cas contraire, pour essayer de tirer profit d'une hausse ultérieure au cours ou, pour le moins, d'éviter de vendre immédiatement les quantités disponibles dans un contexte de prix jugés trop bas.

Quelle que soit la motivation sous-jacente, le comportement de stockage doit s'appréhender comme un report de vente qui, en toute logique, à un coût financier non négligeable se dissociant en un coût physique et en frais bancaire. Faute de capital, les entreprises du Vietnam doivent en effet souvent emprunter à cette fin auprès des banques et, avec des délais de remboursement plutôt courts, d'environ de 2 ou 3 mois. De ce point de vue et en raison des capacités de stockage adéquates limitées, les entreprises vietnamiennes sont souvent obligées de vendre du café le plus tôt possible. La généralisation de ce comportement et l'afflux de quantité de café sur le marché intérieur vietnamien contribuent logiquement à une baisse des cours.

Chaque année la VICOFA propose une étude sur les fondamentaux de ces deux marchés et sur la dynamique des prix qui pourrait en résulter. En se basant sur cette recherche et la production estimée de café du pays, l'Association définit une quantité de café à stocker. La proposition est envoyée au Premier Ministre dont les services décident du soutien qu'il convient alors d'apporter aux entreprises productrices ou d'exportation. Suite à cette décision, l'entreprise peut exécuter l'achat du produit dans une logique de stockage et bénéficie à ce titre d'un concours bancaire avec un taux d'intérêt préférentiel ou de base (selon la direction de la Banque de l'Etat). Le budget étatique n'apporte en revanche aucun soutien sur les frais du stockage. Cette stratégie étatique appelle plusieurs commentaires. Pour certains, ce stockage temporaire encourage la consommation de café venant d'autres pays puisque ce dernier est vendu sur le créneau du marché où le café du Vietnam est absent. Il est, de plus, à noter que la quantité du café à stocker proposée par la VICOFA ne représente qu'une faible partie de la production totale de café du Vietnam, et n'a, en cela que peu de poids sur le prix de cette matière première. Le café vietnamien s'inscrit, nous l'avons vu, dans un contexte de production mondialisée et le retrait temporaire des quantités produites n'a pas ou très peu d'influence sur les prix mondiaux. Comme le rappelle Marquet (1992), cette stratégie demeure, s'il est n'est pas couverte financièrement par l'utilisation de produits dérivés permettant d'assurer un prix de revente certain pour les quantités achetées, éminemment spéculative. Dans le cas vietnamien, rien ne garantit que le producteur vietnamien puisse revendre ses produits à un cours profitable. Le paradoxe veut que les organisations étatiques croient en cette mesure pour stabiliser le marché domestique à court terme. Si le stockage temporaire est un outil sans doute nécessaire pour limiter dans une certaine mesure les aléas que subissent les producteurs vietnamiens, il souffre d'importantes limites et ne peut, à lui seul, répondre aux problématiques de ces derniers.

### ***2.2.2. La diversification et mécanismes assurantiels – deux mesures populaires de la gestion des risques au Vietnam***

Au-delà de l'utilisation du dispositif étatique susmentionné, les producteurs vietnamiens ont, à l'instar de nombreux secteurs agricoles dans le monde, développé des stratégies visant à

limiter leur exposition aux risques auxquels leur activité principale les expose. La diversification de leurs activités est de toute évidence la méthode la plus simple pour se protéger contre les effets défavorables des fluctuations du prix ainsi que des risques de change. Pour une entreprise productrice et dans un schéma général, la diversification peut être externe ou interne. La diversification externe est l'acquisition d'autres entreprises d'un secteur différent ou situées sur un marché géographique différent. La diversification interne est le lancement d'activités nouvelles ou la prospection de zones nouvelles à partir de l'entreprise. Cette stratégie permet aux producteurs de créer ou d'acquérir de nouvelles activités dans le but de diviser leurs risques d'exploitation et/ou au contraire de prendre de nouveaux risques pour profiter d'occasions et si possible de synergies (diversification offensive). Elle peut également, dans une logique défensive, viser à compenser un recul de rentabilité de ses activités et marchés traditionnels (diversification défensive). Pertinente – bien que souvent coûteuse – dans une logique industrielle globale, cette stratégie ne peut, à l'instar de la politique de stockage évoquée dans la section précédente, prétendre à répondre pleinement aux problématiques de prix des producteurs de café vietnamiens. Même couronnée de succès, cette stratégie ne peut que réduire les effets d'une baisse des cours, ceux-ci restant inévitables. Son coût important la rend par ailleurs largement inaccessible aux petits producteurs.

En raison de l'incomplétude des solutions offertes par ce principe de diversification de la production, les producteurs se doivent de développer d'autres stratégies permettant de se prémunir contre les risques auxquels ils font face. Il s'agit pour cela de les transférer à des tiers, soit dans le cadre d'un mécanisme assurantiel traditionnel, soit par une procédure d'arbitrage de couverture imposant le recours aux marchés financiers (Marquet, 1992). Au-delà, pour les premières, de leur fonction originelle de collecte et d'octroi de crédit, les banques commerciales et les sociétés d'assurance ont en effet pour ambition d'aider les producteurs à gérer non seulement la plupart des risques commerciaux liés aux opérations de commerce international, mais également les contraintes de financement qui en découlent. Dans ce cadre, mes solutions proposées aux producteurs de café vietnamiens comprennent la lettre de crédit, l'assurance-crédit, l'affacturage ou factoring, l'escompte à forfait, etc. En ce qui concerne les risques de prix, le secteur bancaire permet, sous certaines contraintes, l'accès aux marchés financiers de produits dérivés. Comme l'expression, désormais peu utilisée, d'arbitrage de couverture en témoigne, la protection offerte ne peut être qu'imparfaite. Comme nous l'évoquerons ultérieurement, l'utilisation des contrats à terme pour gérer le risque lié à l'évolution du prix des matières premières, protège certes le producteur (comme l'utilisateur) d'une variation défavorable des cours, mais l'expose au « risque de base » (basis risk). Au Vietnam, les producteurs et exportateurs ne se sont pas fondamentalement intéressés à cette problématique de la couverture des risques pour deux raisons essentielles, l'une liées à des questions de « culture des marchés » au sens large, l'autre liée à la faible disponibilité au Vietnam des outils permettant de les mettre en œuvre. Par ailleurs, il est à noter que le maintien de régimes de subvention au bénéfice de quelques entreprises étatiques n'est pas de nature à renforcer les mécanismes incitatifs pour gérer des risques auxquels elles se confrontent.

### ***2.2.3. La mise en place de la couverture des risques du café par les opérations sur la bourse de marchandises au Vietnam***

Si la mise en œuvre de stratégies de couverture demeure rare au Vietnam, elle n'est néanmoins pas impossible. Depuis une dizaine d'années en effet, à côté de ce qu'il est convenu d'appeler « la vente directe à l'acheteur, » il existe une nouvelle formule de vente communément appelée « la commercialisation moderne ». Dans ce cadre, les producteurs vietnamiens vendent à terme leur production sur les bourses domestique et internationale

(commodity exchanges), sans savoir, en raison de l'existence d'une chambre de compensation, qui sont leurs clients. La vente du café peut être réelle ou autrement dit, la livraison est physique quand les producteurs de café du Vietnam veulent vendre à terme pour se protéger contre la chute du prix dans l'avenir. Dans ce cas-là, le producteur vietnamien ne ferme pas la position « short » – initialement ouverte, avant l'échéance du contrat pour que la livraison du café soit exécutée selon les termes sur la qualité, la quantité, la date et le lieu qui sont déterminées par les autorités du marché à terme. Il peut, également, conformément au principe même de l'arbitrage de couverture, fermer sa position avant échéance en rachetant sur le marché le nombre exact de contrats à terme qu'il y vendait auparavant. Cette stratégie de couverture peut être réalisée soit sur les bourses internationales de marchandises à travers les banques commerciales vietnamiennes, soit sur la bourse vietnamienne de marchandises, dont les résultats sont cependant pour le moins modestes.

### III. L'OBJET ET LE PLAN DE LA THESE

#### 1. L'objet de la thèse

La thèse intitulée « **Les techniques des produits dérivés et leurs champs d'application au café du Vietnam** » a pour but principal de formuler des recommandations opérationnelles permettant d'améliorer la couverture des risques chez les intervenants vietnamiens du café à travers les opérations sur les bourses de marchandises.

Pour cela, la thèse vise en premier lieu à étudier l'organisation du circuit de commercialisation du café au Vietnam. Est-elle complexe? Faut-il une intervention plus ou moins importante des intermédiaires (négociants, commerçants industriels) avant que le produit transformé arrive entre les mains du consommateur? Quelles en sont les conséquences en matière de partage des risques au sein de la filière et quelles sont les solutions que les producteurs de café vietnamiens peuvent mettre en œuvre pour gérer le risque de prix auxquels ils sont assujettis? Doit-on finalement promouvoir le développement de bourses nationales de marchandises ou faut-il à l'inverse accepter l'idée que les producteurs nationaux doivent, à l'instar des autres producteurs de par le monde, se couvrir directement sur les commodity exchanges internationaux? Quelques bourses de marchandises existent en effet désormais au Vietnam et permettent en théorie de gérer le risque de prix sur certains produits agricoles. Dans le cas des produits d'exportation comme le café, il existe cependant non seulement des marchés internationaux historiques comme celui de Londres qui traite le café Robusta, ou celui de Chicago (Chicago Mercantile Exchange – CME), mais également des marchés à terme en Inde ou en Chine, pays ayant des similarités importantes avec le Vietnam. S'interroger sur le développement de marchés à terme agricoles vietnamiens revient en cela à déterminer si ces différentes bourses étrangères sont pleinement adaptées aux besoins des intervenants vietnamiens qu'il s'agisse des producteurs, mais également des intermédiaires/transformateurs dont la problématique en matière de gestion des risques est différente.

Nous appuyant sur l'abondante théorie existant sur cette question, nous discutons dans un dernier temps de la pertinence et des limites de l'utilisation des produits dérivés en tant qu'instrument financier de couverture, mais également de gestion des stocks. Nous utilisons les résultats de ces travaux tant théoriques qu'empiriques pour formuler des préconisations adaptées à la situation de la Filière du café au Vietnam.

#### 2. Le plan de la thèse

Quant à la structure, la thèse se divise en quatre parties:

- **Introduction** : il s'agira de présenter en détails la filière café du Vietnam et les problématiques de couverture des risques du café chez les intervenants vietnamiens.
- **Première partie** : cette partie consistera à décrire la négociation du café sur la bourse de marchandises au Vietnam. Les intervenants vietnamiens exécutent la vente du café sur les bourses de marchandises à la fois au Vietnam et à l'étranger. A travers la comparaison entre le modèle théorique d'une bourse de marchandises et les avantages qu'elle doit rapporter en termes de gestion des risques, notre travail s'interrogera sur le mode de négociation « optimal » du café.



- **Deuxième partie** : cette partie visera à formuler des préconisations pour améliorer l'efficacité de la couverture des risques chez les intervenants vietnamiens. Pour cela, nous proposerons des solutions permettant le perfectionnement des activités des bourses de marchandises. Nous exposerons dans un dernier temps les avantages et les limites des opérations de couverture sur produits dérivés, en l'appliquant au cas du Vietnam.
- **Conclusion** : cette partie portera sur l'exposition des résultats principaux de la recherche.

## PARTIE 1 – LE FONCTIONNEMENT DE LA BOURSE DE MARCHANDISES

### CHAPITRE 1 – LA BOURSE DE MARCHANDISES ET LE RÔLE DE LA COUVERTURE DES RISQUES

#### I. LA BOURSE DE MARCHANDISES DANS LA LITTÉRATURE

##### 1. Les besoins de la couverture des risques – raison de l'apparition du marché à terme

Le secteur de l'agriculture est, de toute évidence, largement confronté aux risques météorologiques et aux différents aléas climatiques (Babusiaux, 2010). On peut, pour s'en convaincre, rappeler toute l'incidence du phénomène « el Nino » sur les productions des soft commodities, au premier rang desquels le cacao (Babusiaux, 2010). Toute évolution défavorable (gel, sécheresse, etc.) peut ainsi largement affecter tant la quantité que la qualité des produits offerts et, en cela, impacter le revenu des différents acteurs se trouvant en amont de la filière agricole. Les conséquences économiques et sociales qui en découlent, dans des pays où le secteur agricole occupe une place importante, ont naturellement poussé les gouvernements, les organisations non gouvernementales (ONG) ou les organismes de recherche à envisager des mesures tant techniques et économiques que financières, permettant de les limiter.

Dans cette logique, le développement des « assurances récolte » a fait l'objet d'une attention toute particulière. Comme son nom l'indique, ce programme a pour ambition de couvrir les pertes financières découlant de mauvaises récoltes, qu'elles soient liées à des conditions climatiques défavorables ou à des phénomènes naturels. Il vise donc « à protéger les entreprises agricoles contre la perte de leurs récoltes à la suite de la réalisation d'un risque déterminé au présent programme. La protection est offerte aux entreprises agricoles, selon un système individuel ou collectif, pour les cultures prévues au programme » (La Financière agricole Québec, 2015, P. 3). Ce système est assuré, en France, par le Fonds National de Garantie des Calamités Agricoles (FNGCA). La mise en œuvre d'un mécanisme assurantiel de ce type se heurte à un certain nombre d'obstacles qui peuvent, à terme, en limiter la pertinence. Dans une recherche de la Banque mondiale en 2002, Skees *et al* (2002) montrent en premier lieu qu'aucun programme d'assurance récolte n'est réellement indépendant de la subvention étatique. A titre d'illustration, les *Mexican fondos de aseguramiento* sont, au Mexique, des groupes d'agriculteurs dont le but est de fournir l'assurance récolte mutuelle à ses membres. Au nombre de 200 à l'échelle de ce pays et regroupant 70.000 agriculteurs-membres, ce sont des associations civiles à but non lucratif dont le rôle est, comme tout organisme d'assurance de collecter des primes, de les placer et de redistribuer les sommes ainsi perçues/générées (nettes des coûts opérationnels) pour indemniser leurs membres en cas de sinistre. Toutefois, en cas de phénomènes météorologiques violents, les primes et réserves recueillies ne sont pas suffisantes pour couvrir les pertes dans la mesure où l'ensemble des membres sont alors des bénéficiaires potentiels. Il faut également rappeler qu'une assurance, de quelque nature qu'elle soit, doit lier le niveau des primes à la probabilité de survenance d'un sinistre. Ce qui implique, dans l'absolu, que les risques supposés rares (au sens de la loi normale) mais dont l'amplitude financière est importante – à l'image des catastrophes naturelles et à la différence, par exemple, d'un sinistre chez un particulier – sont beaucoup plus difficilement assurables.

Au-delà des aléas naturels, l'instabilité du prix des produits est, de toute évidence, une problématique importante à laquelle les producteurs doivent se confronter. En principe, si les producteurs prévoient l'augmentation du prix des approvisionnements, ils vont les acheter par avance et les stocker dans le but de les utiliser la saison suivante. Dans le cas des matières premières qu'ils produisent, les agriculteurs peuvent, de la même façon, éviter de vendre immédiatement – et donc stocker – lorsque les prix sont supposés bas pour les revendre à une date ultérieure lorsque les prix sont jugés plus intéressants. Ceci a trois inconvénients majeurs. Il faut, en premier lieu, disposer du capital nécessaire pour effectuer ce stockage qui est, par définition, synonyme d'un refus de vente en période initiale. Il est, en second lieu, impératif de disposer d'espaces de stockage en quantité suffisante assurant les conditions optimales de conservation du produit, ce qui n'est pas toujours le cas, comme évoqué précédemment, dans le cas des producteurs individuels de café au Vietnam. Convenons, en dernier lieu, que ceci ressemble à un comportement précautionneux et est en réalité largement spéculatif dans le sens où cette stratégie est basée sur la formation d'anticipations dont rien ne permet de dire qu'elles s'avèreront justes. Pour ces différentes raisons, il apparaît souvent, et dans le cas du Vietnam notamment, que l'instabilité des prix est une réalité incontournable de l'activité agricole à laquelle les producteurs ne peuvent échapper et dont les conséquences économiques et sociales sont considérables. Les effets de l'instabilité du prix sur les affaires des producteurs sont en effet bien plus importants dans les pays en voie de développement que dans les pays développés (Sapsford et Morgan, 1994).

### 1.1. La gestion traditionnelle des risques du prix de marchandises

Face à l'instabilité du prix des matières premières et en raison du coût économique et social de celle-ci, ce sont les gouvernements qui, historiquement, ont tenté de mettre en œuvre des solutions de protection. Différentes stratégies pour gérer cette instabilité ont ainsi été proposées à partir des années 1930, mais toutes ont, d'une façon ou d'une autre, nécessité l'intervention des gouvernements (Skees et al. 1999).

*Premièrement*, dans les années 1930, il était communément admis que le contrôle de l'offre réduisait l'instabilité du prix. Comme le rappellent Gérard, Piketty et Boussard (2013), les gouvernements tentent à cette époque de trouver les moyens d'atténuer les impacts négatifs de ces fluctuations et le stockage de marchandises, notamment alimentaires, joue un rôle important parmi les instruments mobilisés. Dans quelle mesure les stocks peuvent-ils être utilisés pour réduire la volatilité des prix et stabiliser les marchés et quels sont les aspects pratiques et institutionnels à prendre en considération (FAO, 2014) ?

Comme l'expliquent Gérard *et al.* (2013), l'objectif du stockage public est d'offrir une disponibilité adéquate des produits dans le temps, en dépit des fluctuations de l'offre (la demande étant reconnue comme relativement stable à court-terme et sujette à des tendances prévisibles). Pourtant, les effets du stockage sur le prix ou son efficacité et sa contribution au bien être global restent le sujet d'une vive controverse en économie (Hénin, 2010). Gouel (Hénin, 2010) suggère notamment que les politiques de stockage servent certes à améliorer la sécurité alimentaire mais pas à soutenir les revenus agricoles. Il s'est appuyé, pour affirmer ces propos, sur les politiques conduites dans les divers pays depuis 50 ans. En fait, le revenu agricole dépend bien des variations des prix des produits vendus et du coût des approvisionnements, mais également des aléas climatiques. De ce point de vue, la variabilité des prix de vente n'est qu'un facteur d'instabilité parmi d'autres, tandis que les politiques de stockage ne ciblent que l'instabilité des prix. Par conséquent, ces dernières n'influencent pas ou peu le revenu agricole. De plus, la stabilité des prix à travers les politiques de stockage est onéreuse. Toujours selon Gérard *et al.* (2013), le coût du stockage (public ou privé) dépend de plusieurs composantes: frais financiers et coût d'opportunité (il faut payer l'intérêt sur les

sommes immobilisées pour financer le stock), coûts physiques des infrastructures nécessaires (qui sont des coûts en capital), frais courants dus aux altérations de marchandises, de gardiennage, etc. Dans le cas du stockage public, ces différents coûts pèsent naturellement sur le budget de l'organisme qui en a la charge.

Il semble par ailleurs évident que le faible niveau des stocks est, symétriquement, une condition nécessaire à la flambée des prix et que le lien entre les prix et les stocks est très dépendant de la politique suivie en matière de volatilité des prix. De nombreux pays ont eu recours à des politiques de (dé)stockage pour essayer de limiter les flambées des prix, et des initiatives analogues ont eu lieu aux niveaux régional et international. Il semble cependant qu'elles ont été peu efficaces et très coûteuses (FAO, 2014).

*Deuxièmement*, des accords dits « de produits » ont été instaurés au niveau international dans le but de définir un prix minimum pour un certain nombre de produits de base (et donc un revenu pour les pays exportateurs fortement dépendants de la ressource) et/ou de gérer la volatilité des prix. A partir des années 1950 et suite aux accords dits de la Havane de 1948 (Marquet, 1992), plusieurs pays-producteurs (mais également consommateurs dans certains cas) prennent en effet en charge la gestion du marché des produits de base à travers la mise en œuvre d'accords internationaux. Cette régulation du marché des matières premières, sous les auspices des Nations Unies (NU) a commencé en 1954 avec l'Accord international sur le sucre (ISA) et l'Accord international sur l'étain (ITA), suivis quelques années plus tard par l'Accord international sur le café (ICoA, 1962), l'Accord international sur le cacao (ICCA, 1972), puis l'Accord international sur le caoutchouc naturel (INRA, 1980). L'ISA et l'ITA avaient pour but de trouver des mécanismes compensatoires dans des situations de marché où l'offre était supérieure à la demande et, consécutivement, où les prix s'affaiblissaient (Rowe, 1965; Gilbert, 1987). Ces deux accords utilisaient à cette fin des quotas d'exportation comme outil de la gestion des flux de matières sur les marchés internationaux, mais également, pour l'ITA, le stockage temporaire. L'ICoA est établi selon le modèle de l'ISA et fonctionne naturellement sur la base du contrôle de l'offre du café, mais son but essentiel est, à la différence des accords précédents, d'augmenter le prix du café, donc le revenu des producteurs, et non de stabiliser le cours du produit.

L'efficacité de ces différents accords fut variée, certains fonctionnant convenablement, mais tous furent, tôt ou tard, voués à l'échec et plusieurs raisons furent avancées pour l'expliquer. Gilbert (1996) suggère deux raisons principales. Il est, en premier lieu, difficile de déterminer immédiatement l'amplitude des mouvements de prix et de prendre en temps voulu les mesures (contra-cycliques) que ceux-ci imposent. Comme dans le cas des mesures nationales de stockage public évoquées dans la section précédente, ces mesures de stabilisation ont un coût d'autant plus grand que la volatilité des prix est élevée. Elles ne protègent pas, en second lieu, d'une baisse structurelle des prix car le stockage ne peut être indéfini. Il s'agit de la raison principale pour laquelle l'ITA a échoué et pour laquelle l'ICCA a rencontré de graves difficultés. En outre, dans l'ICoA, l'ISA et l'ITA, le contrôle de l'exportation à travers la limitation en volume ou en valeur, à l'importation ou à l'exportation, de marchandises, imposée par un gouvernement ou autrement dit « quota », cause davantage d'instabilité du prix de marchandises puisqu'il provoque une situation similaire au monopole.

— Comme le suggèrent Varangis et Larson (1996) notamment, quatre raisons supplémentaires peuvent être évoquées, toutes liées à l'absence de coordination (et en réalité à la faiblesse des mécanismes incitatifs pour le faire) entre pays membres. Tout d'abord, les bénéfices éventuels de tels accords ne sont pas également distribués, non seulement entre les membres de l'accord, dans la mesure où les différences de structure de productions entre pays rendent la notion de « prix minimum » très aléatoire (Akiyama et Larson, 1994), mais aussi

vis-à-vis des pays non signataires. Plusieurs producteurs ont ainsi pu bénéficier de tels accords alors qu'ils n'y participent pas comme ce fut le cas pour le Brésil avec ITA, la Côte d'Ivoire avec l'ICCA et le Vietnam avec ICoA.

– Il est également apparu que ces accords, souvent longs à négocier, ne purent être modifiés suffisamment rapidement pour faire face aux différentes mutations que connurent les marchés. L'ISA fut ainsi le premier accord à être suspendu en 1962 lorsque Cuba demanda en vain aux autres membres de l'accord, d'augmenter les quotas suite à sa perte du droit d'accès au marché américain.

– Enfin et plus fondamentalement, force est de reconnaître que ces accords portent souvent en leur sein les conditions de leur propre fin. Dans un contexte où l'offre de matières premières est relativement inélastique et ce, d'autant plus qu'elle est régulée par des quotas de production/exportation, toute augmentation de la demande crée les conditions d'une augmentation des prix et, en cela, favorise l'entrée de nouveaux acteurs, à l'image du Vietnam notamment sur le marché du café, qui voit dans ces cours élevés, les promesses de revenus importants. Au sein même de ces « oligopoles avec entente » que ces accords de produits favorisent, des divergences peuvent également apparaître. Lorsque les prix sont élevés, l'incitation à adopter un comportement de « free-riders » visant à écouler davantage de production et ce, au-delà des quotas, pour bénéficier d'un surplus de revenus, freine de toute évidence la mise en œuvre de stratégies coopératives durables. Pour ces différentes raisons, ces accords de produits ne purent répondre à la problématique de l'instabilité du prix des matières premières, agricoles ou non. Le monde économique et politique a donc dû se résoudre à accepter ce nouveau paradigme et, en cela, à mettre en œuvre d'autres solutions de gestion du risque de prix, concentrant ainsi le rôle des marchés financiers de matières premières, au premier rang desquels les marchés « futures ».

## **1.2. La gestion du risque de prix par des instruments de marché**

### ***1.2.1. La naissance du marché à terme***

Suite à l'échec des accords internationaux sur les produits de base, les gouvernements ont progressivement accepté l'idée que les lois du marché devaient s'imposer. Les politiques adoptées alors dans l'objectif de résoudre l'instabilité du prix des matières premières perdurent mais sans (ou avec la réduction de) l'intervention de l'Etat ou le contrôle des offres (Morgan, 2000). Selon la Banque mondiale (World Bank, 1994), cette mutation dans la mise en œuvre des stratégies de gestion des risques devaient offrir de nouveaux horizons aux différents acteurs des filières. Dans un contexte de politiques publiques contraintes par un environnement économique morose et sous la pression de l'Organisation mondiale du commerce dont une des missions est de supprimer les subventions étatiques, les politiques publiques favorisent alors le développement des instruments de marché. Les marchés des produits dérivés se développent et les pays limitent désormais leurs interventions pour réguler les marchés de produits de base par les volumes (Hermann, 1993).

La naissance et le développement des marchés à terme est une histoire assez ancienne. Dès l'Antiquité, les premières transactions avec paiement et livraison différée ont été négociées. Selon des documents originaux d'Assyrie et datant de la première année du règne d'Hammourabi (1795-1750 avant JC.), il s'agissait d'opérations à terme utilisant la technique de lettres de change qui permettaient à leur porteur de recevoir sous 15 jours, à la Cité d'Eshama sur le Tigre, 8½ mines de plomb (monnaie métallique) déposée auprès des prêtresses du Temple. Des contrats similaires circulaient très vraisemblablement à Babylone à la même période et permettaient de réaliser des transactions à terme. Les premiers écrits



mentionnant l'utilisation de stratégies financières conditionnelles, ancêtres des « options » actuelles, sont trouvés dans les documents d'Aristote (VI<sup>ème</sup> siècle avant JC). Il raconte comment le philosophe Thalès de Milet a mis à profit sa science et son ingéniosité afin de bénéficier de l'effet de levier offert par ce type d'instruments pour réaliser des opérations spéculatives. Au-delà de cette anecdote, les exemples d'options d'achat et des produits de pure spéculation pour l'acheteur sont trouvés dès le XIV<sup>ème</sup> siècle. En effet, en réponse à l'interdiction pontificale du prêt à la Grosse, les marchands transforment vers 1330 leurs contrats en ventes à terme optionnelles. Le banquier achète alors au comptant la marchandise et le vaisseau au commerçant et les revend à terme avec une prime. Si le navire arrive, le commerçant lève l'option et rachète son bateau, acquittant la prime d'assurance. Sinon le banquier est quitté pour assumer seul le sinistre (Tarte J.P, 2005). On voit bien ici se profiler la relation assureur/assuré qui va se démarquer très vite des contrats à terme. Ce n'est que dans le dernier quart du XIV<sup>ème</sup> siècle que le contrat d'assurance prend, d'abord à Gênes, sa forme actuelle avec paiement préalable d'une prime. Ce type de contrat est assimilé aux opérations dites contingentes (c'est-à-dire soumises à la réalisation d'un événement) et est appelé « gageure » par les marchands. Celle-ci consiste à parier sur un événement lié à la vie des affaires, c'est donc un contrat contingent. En France, ces opérations à terme avaient le même statut que les jeux d'argent avant la loi de 1855 qui va les institutionnaliser en créant les marchés à terme.

Du XVI<sup>ème</sup> au XVIII<sup>ème</sup> siècle, lors du développement des échanges commerciaux dans des marchés internationaux et l'essor des premières bourses, les opérations des instruments financiers dérivés se développent clairement. A ce moment-là, le besoin de se prémunir contre une variation des prix s'était fait sentir pour certaines activités, notamment agricoles. Les paysans concluaient des contrats à terme afin de vendre leur production avant la récolte. On voit bien les avantages de chacune des parties. Le paysan était assuré d'écouler sa future récolte à un prix convenu et il obtenait même souvent une avance d'argent qui lui permettait de semer. L'acheteur s'assurait un fournisseur et faisait une bonne affaire en achetant, à terme, une récolte à un prix qu'il espérait inférieur au prix de marché prévalant à l'échéance, dans une logique symétrique de couverture des risques ou de spéculation en cas de revente des quantités achetées. Les ventes à termes de tulipes, très fréquentes au XVII<sup>ème</sup> siècle, sont considérées comme étant le premier exemple de marché de produits dérivés. Plus tard, aux Etats-Unis, les propriétaires terriens négocient le prix de leurs récoltes dès la saison des plantations. Il convient de souligner qu'en France, les coutumes prévoyaient les ventes « des récoltes pendantes par la racine ». Cependant, les premiers instruments financiers dérivés sont tous négociés au début sur le marché de gré à gré ou OTC (Over the counter). C'est-à-dire, la transaction est conclue directement entre le vendeur et l'acheteur. Ils sont libres de contracter, normalement informés et en dehors d'une quelconque institution. Face à l'essor de l'utilisation des transactions à terme, la nécessité d'organiser le marché s'est imposée dans un souci de respect du système règlement-livraison. Alors, les marchés à terme organisés ou les futures sur les marchés boursiers sont apparus.

Si l'on excepte l'exemple du marché du riz de Dojima créé à Osaka (Japon) en 1697, le premier marché organisé, nommé Chicago Board of Trade (CBOT), apparaît aux Etats-Unis le 22 avril 1848, avec les céréales pour principaux sous-jacents aux contrats échangés. Le Chicago Mercantile Exchange (CME), aujourd'hui première place boursière au monde en termes de valeurs notionnelles des contrats échangés, est créée en 1874. Il proposait des contrats sur le bétail et les denrées périssables. Pourtant, ces marchés n'ont pas immédiatement connu une grande expansion et ont même fait l'objet de franches oppositions de la part de certains décideurs politiques qui y voyaient là une porte ouverte à la spéculation. L'Etat d'Illinois avait ainsi interdit en 1874 les options sur matières premières pour éviter les manipulations de cours. En 1936, le Congrès américain adopta le Commodity Exchange Act



qui interdisait le négoce (trading) d'options sur les contrats à terme de produits agricoles pour les mêmes raisons. Malgré ces barrières, souvent conjoncturelles, et une période de recul durant toute la première moitié du XX<sup>ème</sup> siècle, les marchés à terme organisés se sont progressivement imposés. Afin d'assurer la bonne exécution des transactions sur ces places, le dispositif de négociation s'est progressivement complété par la mise en place des systèmes de dépôt de garantie dès 1877, et par la création des chambres de compensation à partir de 1925. Toute l'expérience accumulée grâce aux produits agricoles allait en réalité servir de base au développement des marchés dérivés sur actifs financiers dans les années 1970<sup>16</sup>.

Le succès des marchés boursiers de matières premières aux Etats-Unis et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni (dans le cas London Metal Exchange, référence mondial du marché des métaux de base) va alors se diffuser dans le monde. Dans les pays anglo-saxons en premier lieu, puis en Europe continentale et en Asie. Toutes les places boursières européennes et la plupart des places asiatiques ont désormais leur propre marché à terme. En Chine, le Dalian Commodity Exchange (DCE) et le Shanghai Futures Exchange compte parmi les plus grands marchés de « commodities » au monde. La croissance des produits dérivés est, en nombre de contrats traités et en valeurs notionnelles exceptionnelle, en raison, notamment, de la déréglementation financière des années 1980. Leur développement est favorisé non seulement par l'information et l'automatisation des cotations, la dématérialisation des transactions et de façon générale par le développement des nouvelles techniques de l'information et de la communication, mais également par des mesures spécifiques visant à développer certains marchés, à l'image du Commodity Futures Modernization Act de 2000 exemptant les CDS de toute réglementation.

Selon Hosseini-Yekani *et al.* (2009), les contrats à terme sur matières premières ont toujours représenté une part importante de la totalité des contrats dans le monde. Carlton (1984) montre qu'il existe environ 180 différents contrats à terme aux Etats-Unis pendant la

---

<sup>16</sup> Les premiers contrats à terme fermes sur devises sont apparus le 16 mai 1972 grâce à l'ouverture de l'International Monetary Market, filiale du CME. Ensuite, le premier marché réglementé d'options sur actions négociables, le Chicago Board Options Exchange (CBOE), est créé le 26 avril 1973. En fait, la naissance du CBOE résulte de deux événements concomitants et liés. Les années 1970 sont la période de la fin du régime de changes fixes de Bretton Woods et du commencement du flottement des monnaies. Si avant, des entreprises importatrices connaissaient avec certitude le montant en monnaie domestique qu'elles allaient payer pour les produits importés en année à venir, elles devaient désormais assumer des coûts incertains. Quant aux entreprises exportatrices, elles n'étaient pas sûres de leurs profits. Alors, un bouleversement du même ordre (hausse des taux d'intérêt) s'est produit sur les marchés obligataires et de marchandises. On a essayé de chercher une solution permettant de se couvrir contre l'inflation et la volatilité des cours de bourse. D'autre part, l'année 1973 est marquée aussi par la parution des articles de Merton (1973) et de Black et Scholes (1973) sur le modèle de valorisation des options négociables. Il s'agit du fruit de trois chercheurs universitaires américains (Fischer Black au Massachusetts Institute of Technology, Robert Merton à la Havard Business School et Myron Scholes à l'Université de Stanford). Le cadre théorique élaboré par ces chercheurs permettait d'évaluer des produits dérivés financiers et surtout de mettre au point de nouveaux instruments répondant exactement aux besoins des entreprises en matière de gestion des risques.

Suite aux options d'actions négociables, des contrats à terme ferme sur prêts hypothécaires (GNMA) étaient proposés le 20 octobre 1975 par le CBOT. Il s'agit du premier contrat des produits dérivés sur les titres à revenus fixes. Les premiers contrats à terme sur les Bons du Trésor américains à 90 jours (T-Bills) ont été introduits le 6 janvier 1976 sur le CME, tandis que le CBOT a proposé à partir du 22 août 1977 un contrat sur obligations d'Etat à long terme. Alors, il y avait de plus en plus d'instruments financiers offerts aux investisseurs pour répondre à leurs demandes de se protéger ainsi que de spéculer, grâce aux nombreuses innovations financières. Ces dernières entraînent encore l'introduction des produits dérivés sur indice boursier. Les premiers contrats à terme ferme sur indice boursier sont proposés le 24 février 1982 par le Kansas City Board of Trade (KCBT) après plusieurs années de négociation avec les autorités américaines. Le 21 avril 1982 a été ouvert l'Index and Options Market (compartiment du CME) des contrats sur l'indice boursier S&P 500. Le 11 mars 1983 ont été introduites sur le CBOE, les premières options sur indice S&P 500. Depuis, de nombreux autres contrats à terme, fermes ou optionnels, sur des indices internationaux, transnationaux ou sectoriels se sont ouverts, tant aux Etats-Unis, qu'en Europe ou en Asie.

période 1921-1983. A partir de l'année 1975 jusqu'aux années 1990, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a, quant à elle, approuvé plus de 250 contrats à terme et plus de 90 options sur le contrat à terme (Leuthold, 1994). Le volume du café, sucre et cacao négociés sur la bourse de marchandises à New-York est multiplié par deux sur la période 1980-1990, puis triple la décennie suivante. Si désormais une majorité des commodity exchange se situent à l'extérieur de l'Amérique du Nord et d'Europe, le rôle considérable joué par les places historiques telles Chicago, New-York ou Londres ne se dément pas, dans un contexte de concentration accrue de ces acteurs de marché sur les dernières années.

### ***1.2.2. L'organisation d'une bourse de matières premières***

Les marchés à terme organisés de matières premières sont des institutions permettant l'échange de droits sur une marchandise spécifique disponible dans l'avenir. Sur ces marchés sont négociés des options et des contrats à terme (ou futures, par opposition au forward, de nature le plus souvent commerciale) aux clauses totalement standardisées, dont le prix est négocié selon la loi de l'offre et de la demande par des courtiers agréés, agissant pour le compte des clients. Dans le cas d'un future, la standardisation de ce contrat dit « papier » porte sur la quantité (contrats de 10 tonnes pour le cacao et 5 tonnes pour le café par exemple), la qualité (la cotation correspond à cette qualité dans les conditions précises), la date et le délai de livraison, les conditions d'expédition et le mode de règlement.

Ces contrats, appelés futures, sont négociables. Une position peut être maintenue jusqu'à l'échéance, auquel cas le vendeur devra livrer la marchandise stipulée dans le contrat et l'acheteur en prendre livraison ou elle peut être compensée, auquel cas le client devra effectuer l'opération inverse de celle pour laquelle il est en position (un vendeur rachètera sa position et un acheteur la revendra). Bien que la livraison de la matière physique soit donc toujours possible<sup>17</sup> pour assurer la convergence des prix physiques et papiers, elle est très rarement pratiquée, ce qui conduit certains observateurs à conclure, à tort, qu'un tel marché est « virtuel ». Il est vrai que ces contrats standardisés sont par trop rigides pour transmettre de la marchandise dans de bonnes conditions, mais leur ambition n'est fondamentalement pas là: il s'agit au contraire, dans une logique de couverture (hedging), d'acheter (ou de vendre) un certain nombre de contrats avec pour objectif de les revendre (ou de les racheter) afin de générer un résultat financier inversement corrélé à celui de la « position physique » de l'opérateur qui initie de tels opérations. Si cette position physique est dite « longue » signifiant que l'opérateur détient ou va détenir de manière certaine la matière première considérée, un producteur donc, il vendra une certaine quantité de contrats papiers (position « short »). Un utilisateur qui a une position physique « short » signifiant qu'il doit acheter cette matière première, prendra une position inverse (longue, donc) sur le marché financier. La négociation est, dans l'absolu, facile et rapide sur un tel marché puisque, à la différence d'un marché dit de gré à gré ou « OTC » imposant qu'un acheteur et un vendeur se rencontrent et s'entendent sur le prix, la chambre de compensation subroge de plein droit dans leurs droits et leurs obligations acheteurs et vendeurs de contrepartie. Elle est en cela la contrepartie systématique de toute opération, contribue à la liquidité du marché et à réduire le risque de contrepartie qui ne repose plus sur les seuls acheteurs et vendeurs. Elle se doit donc d'avoir une surface financière importante.

De façon très générale, la plupart des opérateurs en amont et en aval d'une filière de matières premières (producteurs et utilisateurs donc) ne peuvent pas accéder directement aux marchés des produits dérivés pour réaliser des transactions de vente ou d'achat. Ils sont obligés de se mettre en relation avec les membres homologués par l'entreprise de marché qui

<sup>17</sup> Dans ce cas des contrats dits « physical settlements » et non, il est vrai, des contrats « cash settlement » pour lesquels seuls des flux monétaires sont échangés.

amène cette bourse, jouant alors le rôle de courtier (brokers). Ils peuvent être membres compensateurs et membres négociateurs.

Concernant les membres compensateurs, ils se définissent comme des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement qui réunissent plusieurs conditions exigées par la bourse et sont donc, agréés par la chambre de compensation et autorisés à lui soumettre les transactions pour qu'elles soient enregistrées et compensées conformément à la réglementation en vigueur. Comme évoqué précédemment, ils se subrogent aux droits et obligations des parties et veillent au bon déroulement des opérations ainsi qu'à la sécurité des transactions. Cette dernière, complément indispensable de la liquidité pour qu'un marché fonctionne et soit efficace, est assurée par des mécanismes visant à empêcher tout agent d'être en défaut vis-à-vis du marché, grâce au principe de non accumulation des pertes: un dépôt (initial margin ou original margin) est versé dès l'enregistrement d'une opération, dont le montant est à peu près égal à 10% de la transaction. Des appels de marges (variation margin ou margin calls) ont lieu tous les soirs, à la fermeture du marché, égal à la différence entre le cours de règlement de la veille et celui du jour (settlement price). L'appel de marge est d'une importance capitale. Tout client qui aura subi une perte (agent long quand le prix a baissé ou court quand le prix a augmenté) sera appelé en marge et devra régler le montant demandé avant l'ouverture du lendemain (montant = perte \* nombre de lots en position perdante) sous peine de voir sa position liquidée par l'organisme de compensation. A l'inverse, un client gagnant se verra verser le montant correspondant, que celui-ci lui soit remis en cash ou bloqué sur un compte créditeur.

Quant aux membres négociateurs, ils sont les établissements de crédit et les entreprises d'investissement<sup>18</sup> (les personnes morales). Ils adhèrent au marché dans le but d'y exécuter les ordres d'achats et ventes pour compte de tiers (c'est-à-dire, ils peuvent introduire et annuler des ordres au nom et sous la responsabilité d'un client), et négocier pour leur compte propre, en fonction de l'agrément qu'ils ont reçu. Ainsi, dans le schéma d'exécution des transactions, les membres négociateurs jouent le rôle d'un intermédiaire qui opère en direct les ordres de marché, transmis par leurs clients. Les membres négociateurs offrent aussi d'autres services, au premier rang desquels une fonction implicite de « prêt »: la gestion des appels de marge au quotidien est particulièrement contraignant en termes de gestion de trésorerie pour une entreprise. La banque, dans le cadre de sa relation client, peut alors assumer sur une période d'un mois, les flux monétaires associés à ces appels de marge et ne reporter le solde à son client qu'en fin de période. Il faut néanmoins reconnaître que la réglementation européenne Bâle III qui a assez largement contraint l'offre de crédit de la part des établissements bancaires, limite désormais cette pratique pour les opérateurs les plus petits.

La négociation sur la bourse de marchandises se commence par l'ouverture d'un compte chez un intermédiaire habilité à cet effet (entreprise d'investissement, ou banque, dans le cas général, mais également entreprises de négoce dans le cas des matières premières.). Une fois la relation commerciale définie, le client passe ses ordres d'achat ou de vente à son broker qui le transfère à son tour au marché. D'un point de vue opérationnel, chaque passage d'ordre peut être précédé d'une procédure de vérification, de la part de ce broker, qui veille à ce que cette opération d'achat ou de vente, soit compatible avec la capacité d'engagement de son

---

<sup>18</sup> Selon le Code Monétaire et Financier de la France, les entreprises d'investissement sont des personnes morales, autres que les établissements de crédit, qui fournissent des services d'investissement à titre de profession habituelle. Elles ne peuvent pas exercer, à titre professionnel, des activités autres que les services d'investissement et les services connexes. Ces activités sont définies par l'Autorité de Contrôle Prudentiel qui est également leur autorité d'agrément. En général, elles proposent à leur clientèle des services comme la réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ou la négociation pour compte propre.

client. La perte maximale que le client peut subir est pour cela simulée dans le cadre méthodologique de la VaR (Value-at-Risk). Chaque ordre est traditionnellement passé oralement, avec enregistrement vocal pour prévenir tout risque de litige, puis confirmé par écrit.

## **2. Le contrat à terme et option – produits principaux d'un commodity exchange**

Qu'il s'agisse de swaps, de futures ou d'options, les produits dérivés sont des outils financiers offrant des droits à terme (futures et swaps) ou des droits conditionnels (options) résultant de contrats ou de promesses de contrats. Leur valeur dépend de l'évolution de ces actifs ou indices entre la conclusion du contrat et son dénouement. Elle est ainsi « dérivée » de celle des actifs sous-jacents. Les actifs sous-jacents sont de nature multiples et peuvent être un taux d'intérêt, une devise, une valeur mobilière ou un indice boursier, un risque (à l'image des Credit default swap – CDS), un autre produit dérivé (swaptions, options sur futures, etc.) et comme nous l'avons vu des matières premières. Des dérivés plus confidentiels portant sur les risques climatiques, l'inflation ou l'immobilier peuvent également être cités (Jégourel, 2010).

La classification des produits dérivés se base sur divers critères.

***Selon le type de marchés sur lesquels ils s'échangent***, il y a alors deux catégories, les produits dérivés traités sur les marchés organisés (bourses) et les produits dérivés OTC ou de gré à gré.

***Selon les risques en cause***, ils sont classés en risques économiques, risques financiers (les risques de change, les risques de taux d'intérêt), risques de marchés (de taux, de change, d'évolution des cours), risques de crédit, risques climatiques, etc.

***Selon le critère qu'ils sont à terme ou conditionnels***, les produits dérivés se composent des opérations à terme, des opérations conditionnelles et des opérations complexes. Dans le cas des opérations à terme, les contrats concernant ces opérations obligent les parties à s'échanger des flux d'intérêts, de devises, à acheter ou vendre un actif sous-jacent. A maturité ou, pour le moins, si ce contrat est porté à maturité, la position sera débouclée par un flux de paiement. Ce ne sera pas nécessairement le cas pour les instruments de couverture conditionnels que sont les calls et les puts, mais également les caps et les floors. Les contrats relatifs à ces opérations prévoient le paiement d'une prime grâce à laquelle l'acheteur va devenir celui qui sera titulaire de l'opération et aura le droit d'acheter ou de vendre un actif financier sous-jacent. Si le terme de cap et de floor est traditionnellement réservé aux options sur taux d'intérêt et représente alors le droit, d'emprunter ou de prêter à un taux d'intérêt plafond (Cap), plancher (Floor) ou dans une fourchette (Collar) lorsque ces outils sont combinés, force est de reconnaître que sa définition doit être en réalité plus large. Un cap (Floor) est en effet une option permettant de sécuriser un prix maximum d'achat ou de vente pour plusieurs échéances et peut en cela être également présent pour les matières premières. Le vendeur s'engage en cas d'exercice de l'option à vendre ou acheter l'actif au prix d'exercice, ou bien à prêter ou emprunter au taux plafond, plancher ou dans la fourchette. La sphère financière et ses contreparties dans la sphère réelle n'utilisent pas uniquement des instruments simples dits « plain vanilla », mais également des combinaisons de produits, associant un dérivé avec un actif traditionnel ou plusieurs produits dérivés. Bien que la récente crise financière lui ait, semble-t-il, donné un coup d'arrêt, l'ingénierie financière s'exerce à en effet développer des produits structurés, combinant ces formes classiques et des

formes innovantes, avec une complexité toujours croissante et des formules diverses d'indexation, de structures mathématiques et de forme juridique.

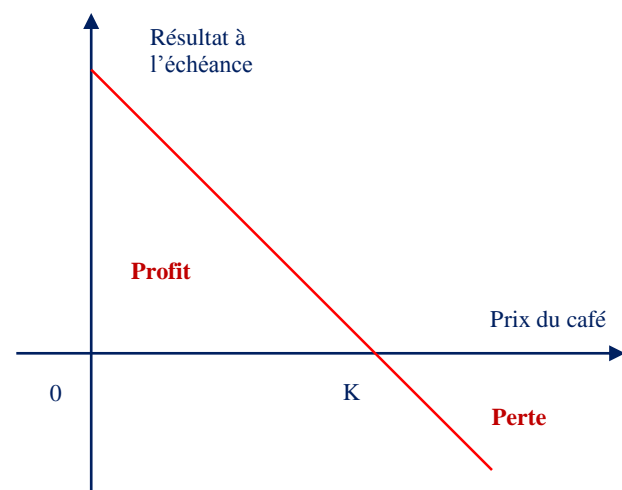
En ce qui concerne les produits agricoles dont le café, il y a peu de produits dérivés OTC, même s'ils ont connu un développement significatif depuis les 10 dernières années. Les produits dérivés sont en effet le fruit d'une longue évolution de pratiques commerciales et financières liées à l'origine au développement des échanges transcontinentaux et à l'essor des premières bourses.

## 2.1. Le fonctionnement théorique d'un contrat à terme

Un contrat à terme est, en théorie, l'engagement légal de livrer ou de prendre livraison d'une quantité donnée d'une certaine marchandise (le sous-jacent), à une date spécifique, au prix fixé dans le contrat et selon les modalités établies par le marché organisé (la bourse) où se négocie ce contrat. D'un point de vue très schématique, ces futures permettent aux producteurs de bloquer un prix longtemps à l'avance et de se protéger d'un effondrement des cours. Le vendeur ne profite donc pas d'une éventuelle hausse des prix, par contre, il est protégé si les cours baissent.

Considérons, pour les vertus de l'exemple, le cas d'un producteur de café vietnamien étant structurellement « long » physique de 10 tonnes de café Robusta et supportant, de ce fait, le risque d'une baisse des cours. Au mois de juillet, il considère que les conditions de marché lui sont favorables ou, pour le moins, qu'elles ne le seront ou plus en septembre, date à partir de laquelle ses récoltes seront disponibles. Pour bloquer dès aujourd'hui le prix auquel il pourra vendre sa production, le producteur va alors vendre un contrat future sur l'International Continental Exchange (ICE) d'une taille de 10 tonnes et au prix unitaire fictif de 2.000 USD par tonne pour l'échéance septembre. Il prend donc une position courte sur le papier pour couvrir sa position longue sur le physique, ce qui l'engage en théorie à livrer les dix tonnes de café, au prix de 2.000 USD par tonne au mois de septembre. A la clôture de la position ou au plus tard à la date d'échéance, le prix du support du contrat est supérieur (ou inférieur) au prix spécifié à la conclusion du contrat, le producteur subit une perte théorique (ou réalise un profit théorique) liée à la différence entre le prix fixé dans le cas du contrat et le prix effectif du café sur le marché. Concrètement, si le prix du marché est supérieur à 2.000 USD, le producteur subit un manque à gagner. La situation est en revanche profitable si le prix de marché est inférieur à 2.000 USD.

**Graphique 15: Le profit et la perte sur la vente d'un contrat à terme (Future)**



Voyons le tableau suivant pour mieux imaginer le revenu fixe du producteur. Dans tous les cas, son revenu est 20.000 USD. Il s'agit d'un chiffre fixe qu'il veut déterminer au moment de la clôture du contrat future.

Le prix du marché	x 10 tonnes du café	Profit (Perte) implicite	Totalité de revenu
\$ 1.700	\$ 17.000	\$ +3000	\$ 20.000
\$ 1.800	\$ 18.000	\$ +2000	\$ 20.000
\$ 1.900	\$ 19.000	\$ +1000	\$ 20.000



Le prix du marché	x 10 tonnes du café	Profit (Perte) implicite	Totalité de revenu
\$ 2.000	\$ 20.000	\$ 0	\$ 20.000
\$ 2.100	\$ 21.000	\$ -1000	\$ 20.000
\$ 2.200	\$ 22.000	\$ -20000	\$ 20.000

**Tableau 4: La revenue fixe du producteur malgré le mouvement du prix du marché**

Si l'on s'en tient à cet exemple, techniquement possible, mais d'un point de vue opérationnel bien peu probable, un contrat future est, dans son principe général, similaire à une opération à terme (ou forward en anglais). Dans le cas d'un forward, un acheteur a en effet pour objectif d'acheter à terme l'actif sur lequel porte ce contrat tandis que le vendeur cherche à vendre ce même actif. Par exemple, si un acheteur et un vendeur de café acceptent d'échanger à un prix ferme fixé aujourd'hui une quantité spécifiée du produit qui sera récoltée dans trois mois, ils s'assurent automatiquement contre les risques de fluctuation de prix durant la période du contrat. Naturellement, si à l'échéance, le prix au marché du café est supérieur au prix fixé par contrat, le vendeur subit un manque à gagner et l'acheteur un surplus inattendu équivalent à la différence entre les deux prix. L'inverse se produit évidemment si le prix au marché du café, à l'échéance, est inférieur au prix forward. Dans ces deux cas, les parties peuvent, grâce à ce contrat, préserver leur pouvoir d'achat et procéder à une meilleure planification de leur production. Elles sont toutes couvertes contre les risques liés aux variations des prix entre la date de signature du contrat et la date de livraison prévue.

Des différences tout à fait significatives, tant opérationnelles qu'institutionnelles, existent cependant entre un forward et un future et font que les techniques de hedging qui en découlent sont radicalement différentes. Notons, en premier lieu, que d'un point de vue sémantique, un forward n'est pas un produit dérivé puisque l'actif dont le prix est négocié est directement la matière première et non, comme dans le cas d'un future, un contrat dont le sujet sous-jacent est cette même matière première. En deuxième lieu, un forward se négocie exclusivement, de gré à gré (OTC) alors qu'un contrat future, nous l'avons vu, fait intervenir une chambre de compensation. Il s'agit d'un point de différence fondamentale et ce, pour deux raisons. Un forward qui, dans la littérature financière traditionnelle sur les taux d'intérêt ou les taux de change peut assez largement être assimilé à une opération financière puisqu'il associe au moins une contrepartie financière ou bancaire et parce que l'actif lui-même est financier, est bien souvent de nature commerciale dans le cas des matières premières. Par ailleurs, comme évoqué précédemment, le risque de contrepartie est dans le cas d'un forward, réparti entre les seuls acheteur vendeur de la matière, alors qu'il est intégralement porté par la chambre de compensation dans le cas d'un future. En dernier lieu, un future offre traditionnellement un degré de standardisation plus élevé qu'un forward et un cadre juridique dans l'absolu plus contraignant. La bourse propose en effet des règlements plus stricts dans le but d'assurer à l'acheteur et au vendeur la bonne fin des opérations, tout en tenant compte des droits aussi bien que des obligations de chacun. La standardisation du contrat future porte quant à lui sur:

- La quantité : Elle représente la taille du contrat de telle sorte que la valeur d'un contrat future est égale à son prix de marché multiplié par sa taille.
- La qualité : Dudit sous-jacent (grade en anglais), qui va pouvoir s'exprimer de différentes façons dans le cas des contrats agricoles et qui fait apparaître la notion « d'origine » (i.e. le pays) pour les « soft commodities » comme le café ou le cacao. Différentes qualités ou origines peuvent cependant être acceptées pour éviter ou limiter le risque de « squeeze » ce qui impose la définition de système de prime ou de décote par rapport au prix défini.



- La livraison : Les autorités de marché spécifient le(s) lieu(x) de livraison lorsque c'est nécessaire. Il s'agit d'une clause importante surtout pour les marchandises ou les matières premières dont le coût du transport est élevé. Quand plusieurs lieux de livraison sont possibles, des variations de prix peuvent être imposées. De plus, les clauses concernant les pénalités de retard sont également définies.
- L'échéance : Le future est aussi identifié par son mois de livraison. La période du mois pendant laquelle la livraison est possible est prévue par le contrat. Les mois de livraison varient d'un contrat à l'autre. Ils sont fixés en fonction des besoins des opérateurs du marché. Le future peut proposer des échéances mars, juin, septembre, décembre qui sont désignées de façon standard par une lettre de l'alphabet suivie du dernier chiffre de l'année. (H: mars; M: juin; U: septembre; Z: décembre).
- Les cotations : Il faut que la cotation du contrat future soit cotée d'une manière qui soit facile à comprendre. Elle se compose de la devise de cotation et de la variation aussi bien maximale que minimale du prix.

Les opérateurs ont à tout moment la possibilité de «déboucler» leur position en achetant (ou vendant) la même quantité de contrats vendue (ou achetée) à l'origine, ce qui fait disparaître leur position. Il s'agit d'une autre différence fondamentale avec un forward qui s'apparente à un engagement commercial ferme. Un future est, de ce point de vue, plus liquide qu'une opération forward. Le Future permet en effet aux parties contractantes de se protéger contre le risque de variations soudaines du cours et de modifier leurs stratégies au rythme de l'évolution de la situation.

La standardisation du contrat pourrait à l'inverse laisser apparaître que celui-ci est trop rigide pour répondre aux besoins des opérateurs de la sphère réelle. Tel n'est pas le cas en pratique car sa mise en œuvre n'impose précisément pas la livraison de la marchandise physique en aliment du contrat papier. Si l'on reprend l'exemple précédent, il y a en réalité qu'une probabilité très faible que la qualité, les quantités, l'échéance et le lieu de livraison précisés dans le cadre du contrat future coïncident avec les besoins commerciaux du producteur vietnamien comme de tout opérateur de la sphère réelle. Pourtant, dans le cadre des opérations dites de fix-price hedging, un tel producteur, s'il obtient auprès du secteur bancaire, la relation commerciale pour le faire, vendra bien son contrat future. Ne souhaitant pas livrer le physique dans le cas du contrat future, il cherchera une contrepartie commerciale qui sera d'autant plus facile à trouver que les récoltes sont proches ou déjà réalisées. Il vendra pour cela un contrat d'une échéance supérieure (supposons décembre) à celle de sa maturité commerciale pour être sûr de pouvoir déboucler son opération papier. La vente commerciale réalisée en septembre pourra alors se faire à un prix supérieur ou inférieur aux prix commerciaux observés en juillet mais ceci n'impactera pas son prix effectif de vente. Si le prix commercial est à titre d'exemple à 1700 USD et qu'il n'y a pas, hypothèse simpliste, de différence entre le prix physique et le prix papier, le producteur acceptera de vendre commercialement au prix de marché, mais bénéficiera d'une forme d'indemnisation de 300 USD sur sa position papier puisqu'il rachètera à 1700 USD ce qu'il a vendu à 2000 USD. Dans le cas d'une hausse des prix (supposons 2300 USD), le surplus commercial dont il bénéficie sera annulé par la moins-value de 300 USD (rachat à 2300 USD ce qui a été vendu à 2000 USD) sur la position papier. Ainsi, quel que soit le prix qui se réalise en septembre, le producteur est garanti de son prix de vente effectif. On comprendra de cet exemple que la « qualité » de la couverture réalisée tient non seulement à l'ampleur mais également à la stabilité de la corrélation entre les prix physiques et les prix papiers. Ceci impose de définir deux notions très largement discutée dans la littérature économique, notamment par JM Keynes, comme sur la réalité des marchés: celle de base et de risque de base.

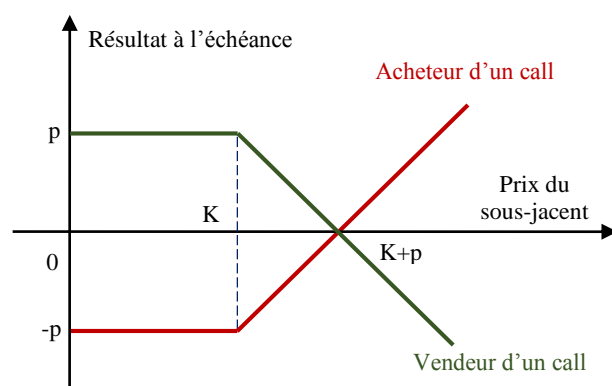
## 2.2. L'option et le droit de choisir le prix le plus avantageux ainsi que la détermination de la perte maximale

Une option est un contrat dont le détenteur ou l'acheteur, moyennant le versement d'une prime, a le droit d'acheter (call ou option d'achat) ou de vendre (put ou option de vente) à terme un actif sous-jacent (matières premières, titres financiers, etc.) à un prix d'exercice – également appelé par anglicisme le *strike* – (prix auquel il s'engage à vendre ou acheter cet actif sous-jacent) qui est fixé le jour de la signature du contrat optionnel. La date maximale à laquelle le droit peut être exercé est la date d'échéance.

Il existe dans, tous les cas, trois conditions qui constituent une partie intégrante d'une option: ce sont l'actif sous-jacent, le prix d'exercice et la prime. L'actif sous-jacent est décrit de façon très précise de telle sorte qu'il ne puisse y avoir aucune ambiguïté à ce propos. Le prix d'exercice est le prix de l'actif sous-jacent aux fins de l'échange. La prime est le prix du contrat payé par l'acheteur au vendeur. Elle fait l'objet de cotations en continu dans le cas d'une option sur marché organisé, répondant alors à une logique stricte d'offre et de demande, où être calculée dans une logique de tarification de risque par son vendeur, le plus souvent une banque, lorsque celle-ci est de type OTC.

Dans le cas d'une option et conformément à la définition ci-dessus, celui qui achète le droit de prendre une position (vendeur ou acheteur) sur un actif sous-jacent, a la pleine liberté de le faire, mais il n'en est en aucun cas obligé. Si le prix garanti offert par l'option ne lui semble pas intéressant, pour quelque raison que ce soit, il n'utilisera pas l'option. Il s'agit d'un point essentiel de différence avec les contrats forward ou future dans lesquels les contreparties sont obligées d'acheter ou de vendre. Cette particularité implique que l'achat d'un contrat d'option a un coût initial, ce qui n'est pas le cas pour un contrat forward ou un future. L'acheteur acquiert ce droit pendant une période déterminée, l'échéance de l'option, et peut l'utiliser jusqu'à l'échéance ou à l'échéance (selon les cas: option européenne ou américaine). Si les conditions de marché sont conformes aux anticipations de l'acheteur, à savoir une hausse du prix de l'actif sous-jacent pour un call et une baisse pour un put, il décidera a priori d'exercer son droit à l'achat ou à la vente<sup>19</sup>. Quant à sa contrepartie, le vendeur accorde un droit à l'acheteur et s'engage à honorer son obligation dès que ce dernier en fait la demande. Autrement dit, il a l'obligation de vendre (pour un call vendu) ou d'acheter (pour un put vendu) l'actif sous-jacent selon les standards du contrat négocié. Si l'acheteur d'une option utilise son droit à acheter ou à vendre le sous-jacent, on dit qu'il exerce son option et il l'abandonne dans le cas contraire. Et les vendeurs d'option tireront quant à eux profit d'une non-réalisation du risque contre lequel l'acheteur de l'option s'est prémuni. Alors, on peut voir clairement l'intérêt d'une option. De façon plus précise, il est important de souligner qu'un acheteur de call, contrairement à celui d'un future ou d'un swap, ne cherche pas uniquement à se protéger contre une hausse des cours, mais également contre une hausse de la volatilité du prix du sous-jacent. Comme en témoigne les différents modèles de « pricing » des options, à l'image du modèle de Black et

**Graphique 16: Le profil du résultat d'un call de prime  $p$  et de prix d'exercice  $K$**

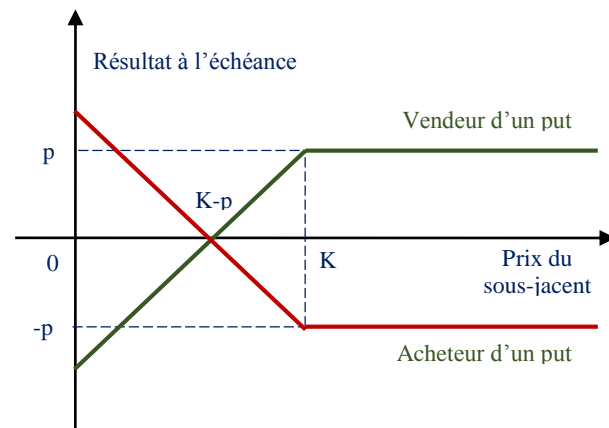


<sup>19</sup> L'acheteur d'un call cherchera a priori à se protéger, dans une logique de couverture, contre une augmentation de la valeur du sous-jacent tandis que l'acheteur d'un put cherchera à se prémunir d'une baisse.

Scholes pour les actions ou Karman et Kohlagen est pour les devises, la volatilité anticipée est la seule variable « subjective » parmi les déterminants de la prime et l'influence positivement.

Contrairement à l'achat d'un call, on achète un put quand on anticipe une baisse du prix de l'actif sous-jacent, mais également une hausse de la volatilité. Lorsque l'acheteur exerce son put et fait valoir son droit de vente, le vendeur du put est obligé d'acheter l'actif sous-jacent au prix fixé au préalable. Grâce aux puts, l'acheteur fixe définitivement le prix de vente minimum auquel de l'actif sous-jacent. Il apparaît, en observant les deux graphiques au-dessus, que l'acheteur (d'un call ou d'un put) subit une perte maximale égale à la prime payée au vendeur<sup>20</sup>. Il s'agit aussi du profit maximum que le vendeur peut recevoir lors de la participation à cette opération. Ce qui, du côté de l'acheteur de l'option apparaît comme un profit ne l'est en réalité pas puisque ceci correspond à l'évitement d'une perte, i.e. le fait d'acheter au prix de marché et non au prix garanti par l'option.

**Graphique 17: Le profil du résultat d'un put de prime  $p$  et de prix d'exercice  $K$**



D'un point de vue très général, les stratégies de vente d'option ne sont pas considérées comme des stratégies de couverture. La notion de vendeur d'option qualifie en effet traditionnellement un agent qui accepte d'être vendeur « net » et non un agent revendant une option préalablement achetée. Ce vendeur net d'option pourra être, sur le marché des options de gré à gré, une banque offrant à son client une protection contre un risque donné ou, sur un marché organisé, tout agent désireux de prendre une position spéculative. En pratique néanmoins, lorsqu'un opérateur est « baissier » sur la volatilité, il pourrait vendre un call ou un put pour se protéger contre une baisse ou une hausse légère. En cas d'anticipation erronée, i.e., un accroissement de ce la volatilité, les pertes encourues ne sont pas, à la différence d'une stratégie d'achat d'options, illimitées, ce qui explique pourquoi elle ne soit guère utilisée ou même refusée dans le cadre de la relation bancaire (la simulation VaR montrerait en effet un risque de perte trop important).

Il convient de rappeler enfin que l'exercice d'une option n'est en réalité pas la seule stratégie disponible pour son acheteur et ce, même si le risque survient. Exercer par anticipation une option américaine revient en effet, d'un point de vue opérationnel, à gagner ce qu'il est convenu d'appeler la valeur intrinsèque, c'est-à-dire la différence positive entre le prix de marché du sous-jacent et le prix d'exercice et, en cela, de perdre la valeur-temps de l'option, à savoir cette fraction de la valeur de la prime s'expliquant par la probabilité non nulle que le risque soit encore plus grand dans le futur. De ce point de vue, la revente de l'option ainsi achetée, qu'il s'agisse d'un call ou d'un put doit être envisagée. L'acheteur perd le bénéfice du prix garanti que l'achat de l'option lui conférerait, mais lui permet de toucher la valeur de revente de l'option, à savoir la prime qui prévaut à ce moment. Ainsi, dans le cas d'un put, si le prix du sous-jacent diminue (le risque se réalise donc), la valeur de marché de la prime augmentera. En revendant son option, l'acheteur touche alors un profit qui viendra indemniser ses pertes liées à la vente du sous-jacent au prix de marché. En ce sens, la couverture d'un risque, qui consiste intrinsèquement à développer une stratégie financière dont le « pay-off » varie en sens opposé de la position initiale, n'est pas fondamentalement

<sup>20</sup> Dans ce cas-là, la prime est le prix d'option. Elle est versée par l'acheteur au vendeur lors de la conclusion de l'engagement. Elle n'est pas fixée mais varie selon l'offre et la demande.

différent qu'il s'agisse d'une couverture par futures ou par option, dès lors que celle-ci est négociée sur marchés organisés. Concentrant notre analyse sur les marchés à terme, nous ne développerons pas plus en avant cet argument.

### 2.3. Les facteurs importants de succès d'un contrat à terme

La réussite d'un contrat à terme se lit au travers des volumes élevés des transactions (ou de « l'open interest ») et, naturellement des bénéfices qu'en retirent les différents opérateurs (Brorsen et Fofana, 2001). Identifier les facteurs décisifs de succès d'un contrat à terme équivaut donc à la recherche des éléments influençant le volume de négociation.

Hosseini-Yekani *et al.* (2009) ont initié une recherche dans ce sens pour les matières premières stockables. Ils montrent que la taille du marché au comptant, et donc l'ampleur des engagements commerciaux sur cette matière première est une variable déterminante, tout comme la variabilité des prix. On comprendra effectivement aisément que cette volatilité est facteur de risque et implique des besoins en matière de couverture auxquels les marchés futures permettent, en partie de répondre. La liquidité du marché, dans une logique presque endogène, également une des variables clés du succès de ce marché. Une faible liquidité induit en effet des mouvements erratiques de cours qui sont autant de limites à l'efficacité de la stratégie de hedging. Cette liquidité, dépend finalement de la « représentativité » des prix futures auprès de la filière considérée et demeure lié, en cela, à la façon dont le contrat future est défini, notamment en termes de qualité et de livraison physique du sous-jacent.

Les conclusions de la recherche réalisée par Brorsen et Fofana (2001) sont similaires. Les auteurs trouvent que le succès ou l'échec des contrats à terme agricoles dépend de caractéristiques qualitatives comme l'homogénéité du produit et donc de la capacité du contrat future à répondre à la diversité des besoins des opérateurs, mais également au dynamisme du marché au comptant. L'ampleur de l'intégration verticale de la filière est également un élément important à prendre en compte. Plus une filière n'est intégrée verticalement, en amont ou en aval, plus le prix auquel la matière première est échangée s'apparente à un prix « de transfert », c'est-à-dire interne aux groupes industriels qui animent cette filière et non à un vrai prix de marché. Le risque est en cela inexistant et, avec lui, le besoin de couverture.

En ce qui concerne les intérêts que les opérateurs veulent atteindre à travers le contrat à terme, l'efficacité de la couverture obtenue est, naturellement, une condition *sine qua non* du succès d'un contrat future. Celle-ci repose à son tour sur les facteurs suivants :

- La haute corrélation entre les prix à terme et au comptant;
- La liquidité du marché et les faibles frais de transaction;
- La représentativité du prix à terme dans la négociation des contrats commerciaux;
- L'impossibilité de manipuler le marché.

De ce point de vue, Gray (1978) souligne qu'un contrat à terme rencontre le succès si et seulement il est adopté par les différents acteurs de la filière, mais également ceux qui n'y appartiennent pas. De ce point de vue, l'acceptation de la spéculation qui, historiquement, a permis de corriger « l'asymétrie du hedging » (Marquet, 1992) est nécessaire. Pour attirer l'attention des hedgers qu'ils soient producteurs, utilisateurs ou négociants, les spécifications du contrat à terme comme les clauses de la livraison, la location de la négociation, les prix, etc. doivent être conformes aux attentes des opérateurs et en phase avec les réalités du marché. Philips (2004) ajoute que la base ou la différence entre le prix à terme et le prix au comptant doit être moins variable que le prix au comptant. Cette dernière doit être prévisible au moment où une position de couverture est établie, de sorte que le prix à terme peut servir

comme un substitut temporaire au prix au comptant. Par conséquent, le marché à terme doit refléter le marché au comptant. Les prix à terme et au comptant doivent être strictement liés à travers la possibilité de la livraison de la marchandise sous-jacente à l'échéance du contrat à terme. Plus le prix à terme reflète le marché au comptant plus la couverture des risques est efficace.

En outre, le contrat à terme doit réussir à attirer la participation des spéculateurs pour promouvoir l'équilibre du marché future où les positions longues ont souvent été historiquement plus importantes que les positions courtes (Gray, 1978). A cet égard, il importe de concevoir que la présence des spéculateurs permet de porter une fraction des risques que la filière ne peut – ou ne veut – pour différentes raisons assumer en son sein. Qu'il s'agisse de matières premières ou de tout autre actif, les spéculateurs aiment négocier dans un marché avec une forte liquidité et où le prix à terme correspond étroitement aux conditions du marché au comptant transparent (Thompson *et al*, 1996) des spéculateurs (Bollman K., Garcia P., Thompson S., 2003).

### **3. Les intérêts et limites d'un marché future**

#### **3.1. Les intérêts**

Le marché future est souvent considéré comme une évolution historique afin de corriger les lacunes et les coûts élevés observés sur les marchés au comptant. Dans une recherche sur les commodity exchanges en Afrique, Rashid *et al.* (2010) considèrent que la mise en place d'une bourse de matières premières doit s'appréhender comme une réponse institutionnelle à la problématique de la gestion du risque de prix, suite à la libéralisation du marché et à l'instabilité qui en découle. Ils montrent aussi que la bourse de marchandises peut favoriser les négociations commerciales et offrant un prix de référence observables par tous et en cela améliorer la transparence des informations de marché. Les coûts de transaction peuvent alors être réduits puisque la coordination à travers un échange centralisé diminue les frais relatifs à l'identification des débouchés, à l'inspection de la qualité du produit, ou à la rencontre des vendeurs et acheteurs. En se basant sur la littérature sur les bourses de marchandises, ces auteurs montrent qu'elles favorisent le transfert des risques, limitent ou annulent le risque de contrepartie inhérente à toute relation commerciale et, dans une logique spéculative, permet de mettre en œuvre des stratégies avec effets de levier. L'existence d'un marché future favorise enfin une meilleure diffusion de l'information. Nous détaillerons ces points successivement.

##### **3.1.1. Le transfert des risques**

D'un point de vue théorique, trois objectifs peuvent être poursuivis lorsque l'on opère sur un marché financier comme l'est un commodity exchange: la couverture, la spéculation et, dans une moindre mesure, l'arbitrage.

Selon Vernimmen.net, « *la couverture est une pratique qui consiste à se protéger contre un risque non désiré. C'est un comportement général employé aussi bien par les industriels, qui cherchent à se prémunir contre les fluctuations des marchés de capitaux, que par les investisseurs sur les marchés financiers* ». Comme évoqué dans la section 2.1 de ce chapitre, un agent en position physique longue, signifiant qu'il détient ou va détenir de manière certaine une certaine quantité de matières va réaliser une perte commerciale si le marché baisse (il va revendre moins cher) et un gain si le marché monte (il va revendre plus cher). Inversement, un agent en position courte, un utilisateur de matières premières notamment, va



réaliser une perte si le marché monte et un gain si le marché baisse. Ils vont donc pour cela créer une position financière de nature opposée (short pour l'agent en position physique longue et inversement) pour que les pertes observées sur un marché soient compensées par des gains sur l'autre marché et ainsi s'assurer d'un prix effectif d'achat ou de vente qui est indépendant du prix de marché de la matière première qui prévaudra à l'échéance. A la différence de cette stratégie de fix-price hedging, une stratégie d'offset hedging mise en œuvre par un négociant voire un transformateur vise non à assurer un certain niveau de prix, mais à bloquer une marge commerciale. Elle n'est en cela pas affectée par le risque de base alors que celle du producteur ou de l'utilisateur l'est.

Quant à la spéculation, elle se caractérise par l'acceptation d'un risque. Comme cela est explicité dans le Vernimmen, « *Le spéculateur est celui qui prend position. Il fait un pari sur l'évolution future d'une valeur. C'est un comportement qui est donc radicalement différent de celui de la couverture. C'est le comportement de l'investisseur en général, dans la mesure où, cherchant à prévoir des flux futurs, il spéculé sur l'avenir. La spéculation joue un rôle fondamental: assumer des risques que les autres intervenants ne veulent pas supporter. Tout spéculateur minimise ainsi le risque des autres intervenants* » De ce point de vue, une opération de spéculation consiste à prendre délibérément une position sur le marché en fonction de son anticipation quant à l'évolution des prix sur le marché à terme. Cette prise de risque est donc rémunérée si l'anticipation s'avère exacte. Dans le cas contraire, c'est une perte sèche. On va acheter si on anticipe que les prix vont monter (et pas si les prix sont bas) et inversement. Ces opérateurs apportent indéniablement de la liquidité au marché, en se portant contrepartie du marché. On comprendra de cette lecture que la différence essentielle entre un spéculateur et un opérateur recherchant une couverture ne tient pas aux instruments qu'ils utilisent –ce sont les mêmes–, mais bien à l'existence ou non d'une position physique.

Spéculation et couverture pourront être poursuivies, à des degrés divers, par les différents acteurs de la filière. Le négociant est un intermédiaire dans le processus de commercialisation des marchandises entre le producteur et l'utilisateur industriel. Il peut soit acheter le produit directement au producteur (pays, exportateur ou autre) et le vendre à l'industriel, soit vendre et acheter à d'autres négociants (marché secondaire). La répartition géographique des partenaires commerciaux est très variée, aussi bien à l'achat qu'à la vente. Dans le secteur du café comme pour la plupart des commodities négociées internationalement, le moyen de transport utilisé depuis les origines est le navire. Le stockage est nécessaire, mais l'activité principale du négociant est d'embarquer du café qui sera pris en charge dans le port de destination par un des industriels, qui l'aura déjà acheté. Cet intermédiaire dans le processus de commercialisation du produit a un rôle primordial, puisqu'il assure la compatibilité dans le temps et dans l'espace des flux d'offre et de demande engendrés par les agents à l'amont et à l'aval de la filière (Marquet, 1992). Les vendeurs cherchent, en fonction de leurs anticipations, à vendre au prix le plus haut possible, à l'inverse, les acheteurs, attendront le prix le plus bas possible. Si ces agents ont globalement les mêmes anticipations quant aux évolutions de marché, la négociation commerciale directe sera de toute évidence difficile et ils devront être réconciliés par le négociant qui, grâce à sa stratégie de couverture, pourra acheter au prix élevé souhaité par le producteur et revendre au prix bas souhaité par l'utilisateur tout en s'assurant d'une marge d'intermédiation positive, bien que faible. Au vu de ses éléments, on se rend compte que le négociant achètera de la marchandise sans l'avoir encore vendue ou inversement. Il se trouve donc, à une date donnée, long ou court de physique pour telle origine, telle échéance, telle destination, etc. La rémunération du négociant est une rémunération pour tous les risques qu'il prend en servant d'intermédiaire. Et il dispose d'instruments qui lui permettent de gérer ces risques, en particulier le risque de variation de prix (vendre plus bas que ce que l'on a acheté).

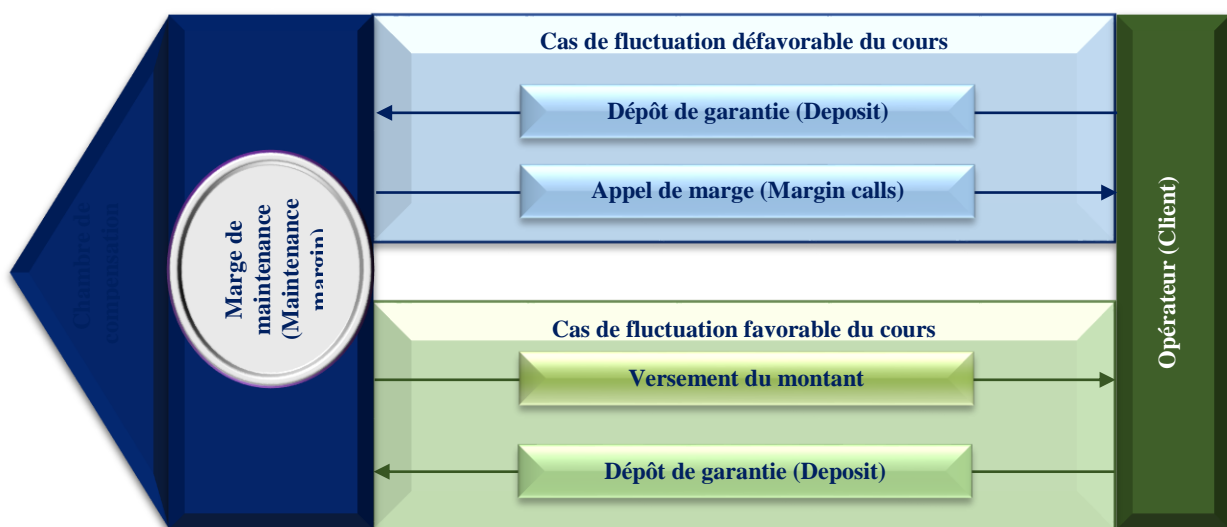


Les spéculateurs sont présents sur les marchés financiers de commodities en raison de l'effet de levier que les contrats à terme, comme la plupart des produits dérivés offrent et par les perspectives de profit que celui-ci autorise. De façon très classique, ils achètent ou vendent une certaine quantité d'une marchandise s'ils prévoient l'augmentation ou la réduction de son prix, tout en acceptant le risque de perdre de l'argent si l'évolution est ne leur est pas favorable. On se saurait de ce point de vue dissocier la présence de spéculateurs sur un marché future des questions d'organisation de filière et de partage des risques. Supposer qu'un marché future pourrait fonctionner sans spéculateur reviendrait à faire l'hypothèse déraisonnable qu'au sein d'une filière donnée les opérateurs commerciaux (producteurs et utilisateurs) s'équilibrent naturellement. A défaut de cela en effet, un excès durable de positions shorts (longues) sur le marché future conduirait à une baisse (hausse) des prix futures, annihilant de ce fait l'intérêt d'une couverture sur ce marché pour les producteurs (utilisateurs). La présence de spéculateur est, en cela, indispensable au bon fonctionnement du marché, mais si elle implique, comme les développements récents (avant 2014) des marchés de matières premières en attestent. Notons enfin que, contrairement à la définition donnée par le Vernimmen, la spéculation ne résulte pas nécessairement d'une démarche active. Un producteur qui ne se couvrira pas alors qu'il disposerait des conditions pour le faire postule, s'il est rationnel, que le risque intrinsèque auquel il est soumis tournera à son avantage et fait donc le pari –risqué– que les prix vont augmenter. Il en va de même pour l'acheteur de telle sorte que ne pas se couvrir face à un risque peut être assimilé à une opération de spéculation passive.

### 3.1.2. L'assurance du paiement par les activités de compensation

Un des obstacles majeurs du commerce, notamment international, est le risque de contrepartie signifiant que l'un ou l'autre des co-contractants ne respecte pas ses engagements commerciaux. On pourrait imaginer que le risque de prix soit géré par une transaction forward de nature commerciale. Un producteur et un utilisateur s'entendent ainsi pour fixer en  $t_0$  le prix auquel se fera une transaction sur matières premières à une date ultérieure. Il est cependant clair que si le prix de marché dévie à l'échéance fortement de ce prix, le producteur (si le prix monte) ou l'acheteur (si le prix baisse), n'aura pas nécessairement intérêt à honorer ses engagements. Ceci explique le recours aux marchés futures pour lesquels la chambre de compensation joue un rôle incontournable (UNCTAD, 1998, paragraphe 96).

*Graphique 18: Le lien entre la Chambre de compensation et le client*



Toujours selon le Vernimmen 2012, « *la chambre de compensation (Clearing house) est un organisme financier ayant pour but d'éliminer les risques de contrepartie sur les marchés dérivés. Concrètement, la chambre de compensation est la contrepartie unique de tous les opérateurs. La chambre de compensation assure la surveillance des positions. Elle exige la formation dans ses livres d'un dépôt de garantie le jour de la conclusion d'un contrat. En cas de perte potentielle d'un intervenant elle procède à un appel de marge* ». Le lien entre la chambre de compensation et les opérateurs est illustré par le graphique ci-dessus.

On peut ainsi voir que la chambre de compensation fait fonction de contrepartie lors de l'achat et de la vente de contrats. Elle est en risque à la fois vis-à-vis de l'acheteur et vis-à-vis du vendeur. Pour assurer cependant la continuité du marché, son fonctionnement se base sur le mécanisme des marges (*marginning en anglais*). C'est-à-dire que, dès qu'il y a un accord relatif à une transaction, l'opérateur (l'acheteur et le vendeur) doit déposer à la chambre une somme d'argent qui est appelée le dépôt de garantie ou marge initiale (*deposit en anglais*). En général, ce montant correspond à la variation maximale tolérée en une journée sur le marché et dépend du risque auquel l'opérateur est soumis. Un opérateur cherchant à se couvrir contre le risque sera assujéti à un dépôt de garantie plus faible qu'un spéculateur. Un spéculateur en situation spéculative mais adoptant une stratégie d'écart, définie comme la prise de position simultanée sur un même contrat à terme mais dans des sens opposés, pourra néanmoins bénéficier d'un dépôt de garantie plus faible. Le dépôt de garantie sert à garantir le risque résiduel supporté par la chambre de compensation en cas de suspens (opération non dénouée).

Tous les jours, la chambre de compensation surveille la différence entre le prix auquel le produit a été acheté ou vendu. Elle va ainsi liquider fictivement la position de l'opérateur et reporter les gains ou les pertes sur la valeur du dépôt initial en fonction de la valeur de marché (procédure de « *marked to market* ») des positions détenues par l'opérateur, celles-ci étant définies dans la relation commerciale qu'il entretient avec son broker. Pendant que la transaction se passe, l'opérateur est obligé de maintenir une marge dite maintenance ou appelée aussi dépôt minimal (*maintenance margin en anglais*). En cas de la fluctuation défavorable du cours ou de la perte potentielle (par conséquent, la valeur du dépôt de garantie est inférieure à la marge de la maintenance), la chambre de compensation enverra à l'opérateur un appel de marge (*margin calls en anglais*) selon lequel, elle lui demande de reconstituer l'intégralité de son dépôt initial. L'appel de marge est la propriété de la chambre de compensation pendant toute la durée de la transaction. Si l'opérateur qui est en position perdante ne verse pas une marge additionnelle comme le demande la chambre de compensation, son contrat est immédiatement liquidé.

La chambre de compensation enregistre toutes les transactions. Chaque transaction est calculée et perçue ou payée quotidiennement. Autrement dit, elle fixe le montant du dépôt de garantie et effectue les appels de marge pour créditer ou débiter les comptes des opérateurs. Le rôle le plus important de la chambre de compensation est de garantir la bonne fin des contrats. Il s'agit aussi de la fonction initiale pour laquelle elle a été créée. Pour assurer la bonne fin des transactions, elle utilise deux mécanismes: la novation et la compensation multilatérale des flux. Le mécanisme consiste à supprimer la notion de la contrepartie. La chambre de compensation s'interpose et devient l'acheteur de tous les vendeurs et le vendeur de tous les acheteurs. Autrement dit, elle est intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur et à la fois la contrepartie de l'acheteur et celle du vendeur. Au cas où une des parties au contrat ferait défaut (contractant défaillant), elle a pour tâche de la remplacer (principe de la novation). C'est-à-dire qu'elle joue le rôle du vendeur que ce dernier respecte ou pas son engagement de livraison. Elle verse symétriquement la somme d'argent du contrat au vendeur même si l'acheteur peut ou ne peut pas lui payer. La compensation multilatérale des flux consiste à ce que la chambre de compensation détermine le solde à livrer ou à recevoir de

chaque membre adhérent, en espèces et en marchandises. Ce mécanisme se réalise au travers du mécanisme de marge évoqué ci-dessus.

Pour l'ensemble des intervenants sur le marché, la chambre de compensation joue donc le rôle de garant. Elle met en place des mécanismes de fonctionnement destinés à s'assurer que les opérateurs ne seront pas défaillant au moment du dénouement. Lorsqu'elle est efficace, le risque de contrepartie est quasiment supprimé du marché. Puisqu'elle s'interpose systématiquement entre l'acheteur et le vendeur, chaque opérateur peut annuler sa position à terme par la vente d'un contrat effectué (pour l'acheteur) ou l'achat d'un contrat (pour le vendeur), ce qui constitue la base même de la couverture des risques sur ce marché.

### ***3.1.3. L'apport de l'effet de levier***

Sur les marchés futures ou les marchés d'options négociables, un opérateur investit, dans une logique spéculative, une somme d'argent très inférieure au cours de l'actif sous-jacent. L'existence du dépôt de garantie sur les marchés de contrats à terme crée par nature un effet de levier dans le sens où tout agent habilité peut acheter un contrat d'une valeur nominale fictive de 1.000 USD moyennant un dépôt de garantie de 50 USD seulement. L'effet de levier, se définissant comme le rapport entre ces deux valeurs, sera alors 20. On comprend dès lors tout l'intérêt que les spéculateurs lui portent puisque cela permet de démultiplier leurs profits (mais également les pertes). Dans le même temps, ceci apporte une fraction de la liquidité dont le marché a besoin, ce qui permet de mettre en œuvre des stratégies de « hedge » de façon sécuritaire et légale et ce, pour un coût raisonnable.

### ***3.1.4. La mise à disposition d'informations transparente***

Tout marché organisé représentatif concentre un volume important d'ordre d'achats et de ventes provenant d'opérateurs physiques et financiers du monde entier. Il n'existe en effet que deux grands marchés futures au monde pour le café et le cacao (Londres et New-York) auxquels les acteurs et observateurs des filières se réfèrent. Qu'il s'agisse des soft commodities ou de toute autre matière première, les prix qui en découlent sont en cela représentatifs des conditions d'offre et de demande à l'échelle et peuvent donc être assimilés à des prix « justes ». Le principe de transparence auquel ces institutions sont soumises conjugué à la très forte diffusion des technologies de l'information et de la communication font que ces prix sont par ailleurs observables par tous, sans réel délai et in fine sans coût. Les heures d'ouverture et de clôture de la bourse, les caractéristiques des contrats négociés, leurs prix d'achat et de vente pour l'ensemble des échéances cotées et le volume de transactions (ou open interest) sont librement disponibles. Grâce à ces informations, les opérateurs peuvent en premier lieu réaliser des analyses de marché, ou des prévisions et, de ce fait, mieux appréhender les conditions de leurs stratégies d'achat ou de vente, mais également optimiser leurs stratégies d'investissement.

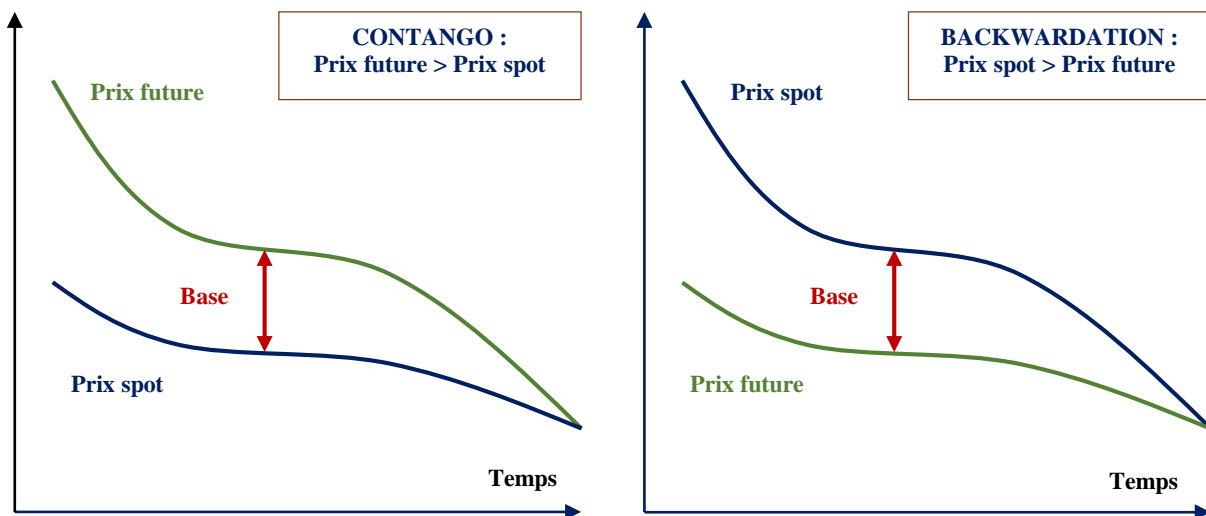
Plus fondamentalement, l'existence de ce prix public sert de prix de référence, puisqu'il est supposé juste, dans le cadre de la négociation commerciale. Le prix commercial (ou physique) de la matière première ne sera pas un prix financier, mais il pourra être décomposé en ce prix de référence et un différentiel qui sera notamment représentatif des différences contractuelles entre le contrat commercial ainsi négocié et le contrat future. De la stabilité de ce différentiel dépendra la qualité de l'opération de couverture telle que nous l'avons évoquée précédemment et déterminera ainsi, dans une logique circulaire, le rayonnement de ce prix public.

### 3.2. Le risque de base

L'exemple donné dans la section 2.1 pourrait laisser à penser que l'utilisation d'un contrat future dans une logique de fix-price hedging supprime l'intégralité du risque supporté par celui qui l'initie. Ceci est en réalité erroné car une opération de couverture sur contrats à terme doit fondamentalement se comprendre comme une opération d'arbitrage entre un risque de prix au sens strict et un risque de base dont on fait l'hypothèse qu'il est (plus) faible. Ce risque de base provient du fait que l'actif sous-jacent qui doit être couvert, n'est pas exactement identique à l'actif sous-jacent du contrat à terme. Il y a notamment des différences de qualité, de lieu de livraison et de quantité (la quantité physique à couvrir n'étant pas nécessairement un multiple de la taille du contrat, celui-ci étant naturellement indivisible). ,

$$\text{La base} = \text{Le prix au comptant} - \text{Le prix à terme}$$

Graphique 19: L'image de la base



Le risque de base est lié au fait qu'il existe une différence entre le prix au comptant d'une matière et son prix future et que cette différence n'est pas constante dans le temps. La base a en effet deux composantes: le différentiel contractuel évoqué précédemment qui lui est stable et une composante temporelle: il n'y a en effet aucune raison a priori que deux prix ayant deux temporalité différente, l'une immédiate, l'autre à terme aient la même valeur.

A l'échéance, le prix à terme et le prix au comptant convergent. Avant l'échéance cependant, le prix à terme peut être inférieur (situation de backwardation ou déport) ou supérieur au prix au comptant situation de contango ou report). Par conséquent, la base peut être positive ou négative. Dans la cadre de la théorie dite du « déport normal » Keynes et Hick expliquent cette réalité par le comportement des spéculateurs. Si les hedgers ont une position short sur le contrat à terme (signifiant qu'ils sont producteurs), les spéculateurs doivent avoir en moyenne une position longue et ne le feront que si et seulement si le prix du contrat future est inférieur au prix spot anticipé puisque seul ce déport leur assure une situation de profit. La théorie dite du stockage explique quant à elle les situations de report par la nécessité de rémunérer les stocks de telle sorte que le prix future doit être au maximum égal au prix spot augmenté du coût de stockage. De nombreux scientifiques se sont attachés, depuis de nombreuses années ou décennies non seulement à vérifier la portée de ces différentes théories, mais également à les rendre compatible au travers de la modélisation du concept de « convenience yield ». Cette thèse n'étant pas attachée à ces considérations, nous ne développerons pas davantage ces approches. Rappelons cependant que l'instabilité de la base (accroissement/réduction du contango, accroissement/réduction de la backwardation, passage

d'une situation de contango à une situation de backwardation et inversement) a une incidence considérable sur l'efficacité d'une stratégie de fix-price hedging et doit être considérée en conséquence.

## **II. LA BOURSE DE MARCHANDISES AUX PAYS EN VOIE DE DEVELOPPEMENT**

Dans les pays en voie de développement, les matières premières jouent traditionnellement un rôle très important pour l'économie nationale. La question de la gestion du risque de prix est en cela incontournable. Les mécanismes de contrôle de l'offre et de subventions étatiques ont, notamment au Vietnam, été fortement limités en raison de leur relative efficacité et/ou de leurs coûts importants. (Gilbert, 1996 et World Bank, 1994). Les récentes politiques prises par les pays en voie de développement ont alors logiquement favorisées les mécanismes de marchés. Comme cela est suggéré par la Banque Mondiale (World Bank, 1999), les bénéfices de l'utilisation des marchés dérivés, au sein des pays industrialisés, dans la gestion du risque de prix ont fait essaimer l'idée dans les pays en développement que de tels produits devaient se développer localement avec des réussites variées dans ce domaine.

### **1. La négociation sur la bourse de marchandises aux pays en voie de développement**

#### **1.1. Le besoin de négocier sur la bourse de marchandises aux pays en voie de développement**

L'instabilité du prix des matières premières a un impact significatif sur des économies fortement dépendantes de leurs exportations, à l'image de la plupart des pays en développement. Le mouvement défavorable des revenus venant de l'exportation réduit les recettes fiscales dont le pays peut bénéficier, joue sur l'investissement domestique et peut, en cela, avoir un effet récessif important d'un point de vue macroéconomique. Les instruments permettant de gérer les effets de cette incertitude sont donc naturellement considérés. Il faut cependant, de ce point de vue, largement distinguer les logiques de court-terme où les instruments financiers de hedging peuvent avoir une importance, des logiques de plus long-terme auxquelles ces derniers n'ont pas vocation à répondre. Une baisse durable du prix des matières premières exportées appelle en effet des mesures de protection structurelles de diversification de l'économie nationale en faveur d'un accroissement de la demande interne et non, au sens strict, une financiarisation des filières agricoles.

La promotion des marchés financiers procède d'une « culture de marché », parfois longue à acquérir et que tous les pays en voie de développement, et notamment ceux porteurs ou héritiers d'une économie planifiée ne possèdent pas. La question de la spéculation que ces marchés posent inévitablement n'est pas étrangère à la relative réticence de certains pays à accepter ou favoriser cette « financiarisation ». Si l'intervention directe sur le prix ou le stockage (Ellis, 1992) demeure en vigueur, une tendance de fond s'observe néanmoins vers une dérégulation des marchés nationaux, ce qui Greenaway *et al.* 1997 favorise la disparition des organes étatiques en charge de cette « gestion des marchés » souvent reconnue comme inefficace (Ferto, 1995) voire contre-productive (Bộ Thương mại\_Viện nghiên cứu Thương mại, 2005). C'est donc bien dans ce cadre de démantèlement progressif des freins au libre fonctionnement du marché par l'intervention étatique que les marchés à terme sont considérés, notamment au Vietnam dans le cas de la filière café.

Plusieurs entreprises exportatrices de café et de cacao d'Amérique du Sud, d'Asie, mais également d'Afrique utilisent de tels marchés, fermes ou conditionnels, pour gérer leurs risques. Sur les bourses de matières premières de Londres et New-York, on estime ainsi qu'environ 50% de la valeur croissante des opérations du sucre vient de la participation des pays producteurs (Bộ Thương mại\_Viện nghiên cứu Thương mại, 2005). Pourtant, les opérations exécutées par les opérateurs issus des pays en voie de développement ne



représentent qu'une faible fraction de la totalité des contrats négociés dans le monde (sauf contrat du sucre). Par ailleurs, l'observation de la pratique des marchés dérivés de matières premières dans les pays en développement montre que:

- La négociation sur ces bourses s'applique, logiquement, aux produits vendus à l'étranger, plus qu'aux produits consommés à l'intérieur du pays.
- Seules les grandes organisations étatiques et privées ou les groupes des producteurs participent à cette négociation pour une question évidente de « taille optimale » qu'impliquent ces marchés sur la bourse de marchandises. La participation des producteurs individuels est très rare, sinon impossible.

Les échéances des stratégies de gestion des risques sont courtes (à partir de quelques mois jusqu'à 1 an) par nature limitées par l'horizon même de ces marchés ou, pour le moins, par le faible degré de liquidité des contrats ayant des échéances lointaines.

## **1.2. Le choix de la bourse internationale ou domestique de marchandises dans les pays en voie de développement**

Comme en témoignent les travaux de Rashid *et al*, le recours accru aux marchés à terme est une réalité pour de nombreux pays dont l'économie dépend vivement des revenus de l'exportation, dont les pays en voie de développement. Faut-il cependant négocier sur les commodity exchanges des pays développés ou faut-il au contraire que les pays en voie de développement établissent eux-mêmes leurs bourses de marchandises? Il n'existe aucun choix idéal.

La négociation sur les bourses internationales a deux avantages essentiels: bénéficier que sont de leur liquidité importante et subir des frais, notamment de transaction, en moyenne faibles. Les services offerts par les membres compensateurs sont en outre régis par des normes internationales strictes et apparaissent comme sûrs et de haute qualité.

Il y a, à l'inverse, des inconvénients importants à ce recours aux bourses internationales et, comme le montre Thompson (1985), il est probable que celui-ci ne permette en réalité pas de réduire sensiblement les risques auxquels les exportateurs des pays en développement sont exposés. Il n'y a naturellement aucune différence de traitement entre les opérateurs locaux et les opérateurs étrangers et les facteurs décisionnels de gestion des risques sont identiques. Les opérateurs étrangers sont cependant non seulement exposés au risque de change, mais également à un risque de base accru.

Le risque de base est, par construction, souvent petit pour les opérateurs locaux mais élevés pour les opérateurs étrangers puisque la définition des contrats futures repose avant tout sur la satisfaction des besoins des acteurs nationaux. La longue distance géographique séparant parfois l'opérateur étranger du lieu de livraison spécifié dans le contrat futur et les différences de qualité (la qualité du produit exporté n'étant parfois pas éligible au contrat) sont deux éléments importants pour expliquer ce risque de base accru.

Les opérateurs étrangers doivent en outre faire face au risque de change puisqu'ils sont obligés d'accepter de négocier dans la devise du pays auquel appartient la bourse ou, pour le moins, dans celle spécifiée dans le cadre du contrat futur, le plus souvent le dollar américain, la livre sterling. Au-delà même de cette question de risque, l'existence de contrôle des changes et les contraintes de financement en devises qui en découlent sont autant de facteurs limitatifs à l'utilisation de ces marchés dérivés internationaux.

Par ailleurs, les exportateurs venant des pays en voie de développement peuvent peiner à trouver des courtiers leur donnant accès à ces bourses, non seulement parce qu'ils sont de nouveaux clients (Morgan, 2000), mais également parce que les possibilités de recours en cas de litige sont a priori plus faibles. N'oublions pas d'ailleurs que, dans le cas européen, la réglementation Bâle III a conduit les principales banques d'investissement non seulement à accroître leurs exigences de fonds propres vis-à-vis de leurs clients, mais également à restreindre leurs activités de marché sur les matières premières.

Il n'est donc pas surprenant que certains pays en voie de développement s'intéressent à la création de leur propre marché à terme, qu'il soit organisé ou de gré-à-gré. Des conditions strictes doivent être respectées. Le prix de la matière première doit en premier lieu fluctuer librement et représenter en cela les demandes et offres réelles du marché. Toute possibilité de manipulation de marché ou l'existence de position dominante serait de nature à menacer l'existence même d'un tel marché. La transparence des informations est en deuxième lieu nécessaire, ce qui impose de mettre en œuvre des procédures avancées de communications sur les prix, le volume des changes, la qualité et les produits, etc. Ceci nécessite en troisième lieu de disposer des infrastructures de marchés adéquates, permettant notamment la cotation des produits, la passation rapide des ordres, mais également la vérification et la classification de la qualité du produit, etc. En dernier lieu, le développement d'un marché organisé nécessite l'existence de tout un écosystème fiable permettant de le faire vivre. Les institutions bancaires et financières doivent disposer de connaissances économiques, financières, juridiques et réglementaires permettant d'opérer sur ces marchés et s'affirmer comme des brokers ayant les ressources nécessaires pour conseiller leurs clients et devenir des intermédiaires fiables.

Si certains pays en voie de développement semblent pouvoir répondre à tout ou partie de ces critères, il convient cependant de rappeler que les frais afférant à la création, au développement et à l'animation d'un marché organisé peuvent s'avérer très élevés. Ces frais comprennent l'établissement et la maintenance des activités de la, la création et la renforce de la liquidité, le maintien de la concurrence, la recherche des informations, etc. (Leuthold, 1994). Il faut à cela ajouter l'investissement dans l'espace opérationnel, l'entreposage et les communications, ainsi que les coûts opérationnels liés à la conquête commerciale des participants et à l'exécution des contrats. Une bourse ne peut en cela fonctionner que si les opérateurs adhèrent à ce mode particulier de gestion du risque de prix, mais également que s'ils ont la capacité financière de supporter les coûts que le développement de cette bourse impose.

Ainsi, si l'existence d'une bourse nationale supprime les risques de changes et limite les risques de base, elle n'est pas non plus sans contrainte importante et sans générer des coûts considérables. Si l'arbitrage entre l'une ou l'autre des solutions répond à une logique économique et institutionnelle, il semblerait qu'à court terme, l'utilisation de la bourse existante est préférable. A plus long terme, le développement d'une bourse nationale doit cependant pouvoir rester une stratégie à considérer. Une alternative intéressante pourrait être, comme le suggèrent Rashid *et al.* (2010) pour l'Afrique de développer une bourse régionale, à l'image notamment de la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) créé en 1996 pour les marchés actions. Ceci aurait pour avantage d'augmenter la taille du marché et ainsi favoriser la liquidité potentielle du marché, et de mutualiser les coûts que son développement implique. Les pays impliqués devraient pour cela harmoniser leurs politiques commerciales et de change, promulguer des règles communes relatives à la norme de la qualité et à l'exécution du contrat, favoriser le développement d'une institution unique de surveillance des marchés et, plus globalement promouvoir le commerce intra-zone et la stabilité macroéconomique régionale. Faute de facteurs ci-dessus, la bourse régionale ne pourrait pas se développer.

## **2. Les effets d'une bourse de matières premières dans les pays en voie de développement**

### **2.1. Quelle incidence sur la gestion des risques ?**

En 2000, le Ministère du Commerce du Vietnam a réalisé une étude intitulée « La recherche des bases scientifiques et pratiques pour la naissance du marché de marchandises à terme au Vietnam ». Celle-ci a mis en exergue les intérêts que le développement d'un marché à terme organisé pouvait apporter à l'économie vietnamienne, tant pour le gouvernement, les entreprises exportatrices, mais également les producteurs. Cette étude développe notamment l'idée qu'un tel marché peut favoriser la gestion de l'économie nationale par le gouvernement, notamment en ce qui concerne le secteur agricole. Les signaux de marché peuvent en effet être mieux identifiés puisque centralisés en partie sur cette bourse et donner en cela des éléments d'information prospectifs sur les mesures à mettre en œuvre dans le développement ultérieur de l'économie vietnamienne.

Pour les entreprises exportatrices, la centralisation des flux physiques qu'un marché à terme favorise et la standardisation de la qualité que celui-ci impose sont perçus comme un moyen pertinent de réduire les frais d'achat et le prix de vente, et ainsi augmenter la compétitivité des produits agricoles sur le marché international. Comme évoquée précédemment, la réduction du risque de base et la suppression éventuelle du risque de change que favoriserait un marché organisé comptent également parmi les intérêts d'un tel marché.

Grâce à son rôle de transmission des signaux de prix, la bourse permettrait enfin aux producteurs de mieux planifier leur production en dégageant du prix à terme cotées une information sur la rentabilité future de leurs activités et d'optimiser leurs approvisionnements et accédant notamment plus facilement aux concours bancaires puisque leurs recettes d'exploitation sont, pour partie, connues. D'autre part, l'exigence de qualité du produit qu'impose la standardisation d'un contrat à terme peut encourager les producteurs à davantage investir et réformer leur méthode de la culture en faveur d'une qualité accrue ou, pour le moins, stable, élément longtemps oublié au Vietnam.

### **2.2. Les risques**

Si les intérêts apportés par les marchés à terme sont bien identifiés dans la littérature, force est de reconnaître que d'autres études mettent largement en exergue les risques qui leur sont associés. Ceux ne peuvent être négligés. Parmi ceux-ci, l'idée que les marchés à terme puissent favoriser l'instabilité du marché au comptant est largement présente (Figlewski, 1981; Simpson et Ireland, 1985). Les études empiriques sur cette question livrent cependant des résultats particulièrement contradictoires. Kamara (1982) trouve ainsi que la négociation sur le marché à terme réduit l'instabilité sur le marché au comptant ou, pour le moins, ne le fait pas augmenter. Singh (2000) font une enquête sur l'instabilité du prix du jute avant et après l'apparition du marché à terme en Inde (1988-1997) et concluent que la négociation à terme diminue l'instabilité de son prix. Nitesh (2005) montre quant à lui que la négociation sur le marché à terme réduit l'instabilité du prix saisonnier au comptant mais pas l'instabilité du prix quotidien au comptant. Raizada and Sahi (2006) examine enfin les effets du marché de colza à terme en Inde et montre que l'instabilité du prix ne change rien même si on introduit le marché à terme pour le sucre, le coton, le colza, etc. Des effets faibles du prix à terme sur l'instabilité du prix au comptant du blé peuvent cependant être détectés.

Comme nous l'avons vu, une caractéristique très importante d'un marché à terme, comme de tout marché financier, c'est sa liquidité (Cuny, 1993). Un marché à terme est liquide lorsque les opérateurs peuvent faire de l'achat ou de la vente de façon facile et rapide sans influencer le prix du produit. Cependant, sur un marché à terme faible liquide, la négociation du produit peut causer des mouvements erratiques de cours et impose des frais de transaction, mesurés par l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur, toutes choses égales par ailleurs plus élevés pour compenser ce risque accru (Thompson, 1996). Par ailleurs, même si la constitution d'une bourse locale répond à la volonté de développer des contrats à terme adaptés aux caractéristiques de l'économie nationale, le risque de base n'en disparaît pas pour autant, notamment lorsque des problèmes récurrents de qualité sont présents au sein de la filière, comme c'est le cas au sein de la filière café vietnamienne. Les problèmes relatifs aux risques de base, à la différence de la quantité et de la qualité du produit, aux frais de transport, mais également au respect des appels de marge peuvent ainsi générer parfois plus de risques que de bénéfices pour les producteurs dans les pays en voie de développement (Morgan, 1999). Selon Pennings et Leuthold (2001), l'efficacité opérationnelle de la gestion des risques est un facteur décisif expliquant ou non la participation des opérateurs d'une filière aux transactions sur un commodity exchange. Les exemples simples d'opérations de couverture via des contrats futures évoqués dans ce chapitre ne rendent en réalité pas bien compte de la multitude des variables déterminants l'efficacité de cette opération: quand opérer? Sur quel marché? Quel volume de marchandises faut-il arbitrer? Quelle échéance choisir? Que faire sur le contango ou la backwardation évoluent? Autant de questions qui démontrent que la mise en œuvre d'une stratégie de hedge procède d'une véritable expertise et que tout manquement peut avoir des conséquences financières importantes. A ces éléments, Breeden et Viswanathan (1998) ainsi Koski et Pontiff (1999) ajoutent d'autres facteurs clés pouvant expliquer la participation des acteurs à un marché organisé tels que la sensibilité des entreprises devant les risques, la taille de la production, les comportements des gestionnaires, la capacité financière, etc

## CHAPITRE 2 – LA NEGOCIATION DU CAFE SUR LA BOURSE DE MARCHANDISES AU VIETNAM

### I. L'EXECUTION DES OPERATIONS SUR LES COMMODITY EXCHANGE AU VIETNAM

#### 1. Les banques commerciales du Vietnam – agents de réception des ordres dans la négociation sur les commodity exchange internationaux

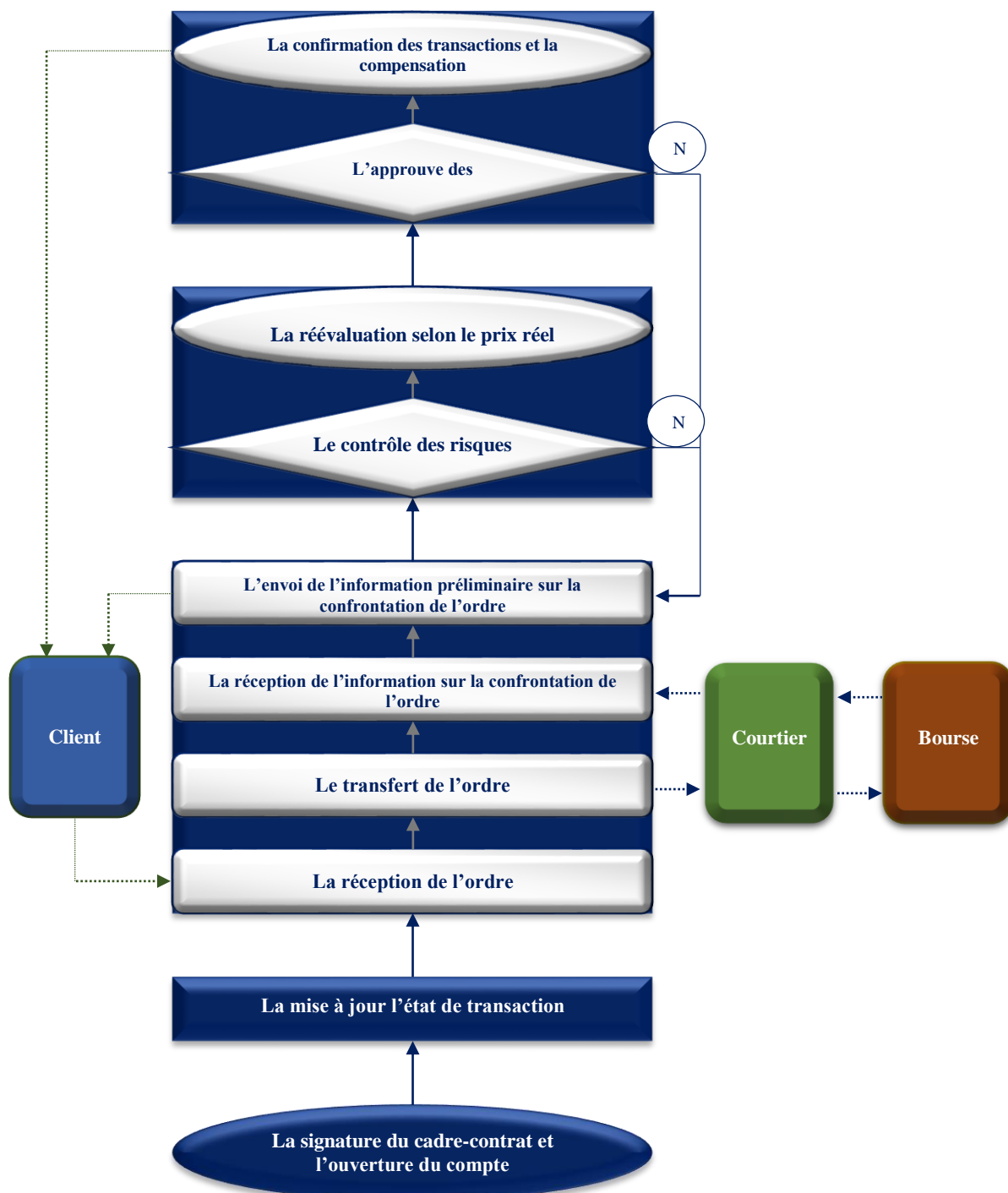
Dans le contexte d'ouverture sur les marchés comme mode opératoire de gestion des risques, la banque d'Etat du Vietnam (SBV) a autorisé certaines banques commerciales du pays à exécuter des ordres de transaction sur les bourses internationales à partir de l'année 2004. C'est ainsi qu'au mois de Septembre de cette même année, en coopération avec la société Refco PTE, filiale du Groupe financier Refco, Techcombank (Vietnam Technological and Commercial Joint Stock Bank) a réalisé des opérations d'intermédiation pour les contrats à terme du café Robusta sur la bourse LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange devenue le ICE Europe après la scission du groupe NYSE-Euronext) et ceux du café Arabica sur le NYBOT. Au mois de Mai 2006, c'est la Banque de l'investissement et du développement du Vietnam (BIDV – Bank for Investment and Development of Vietnam) qui est autorisée à coopérer avec Natexis (Natexis Commodity Markets) afin d'exécuter des opérations à terme. Désormais, la plupart des banques commerciales du Vietnam sont autorisées à être des intermédiaires financiers dans les opérations sur produits dérivés négociés sur les places internationales, dès lors que les opérateurs sont vietnamiens. Si Techcombank est reconnue pour être une banque leader dans l'introduction de ces nouvelles méthodes, plusieurs autres banques sont ainsi présentes sur ce marché, à l'instar de la BIDV évoquée précédemment, de la Banque du commerce extérieur du Vietnam (VCB – Bank for foreign trade of Vietnam), de la Banque de l'industrie et du commerce du Vietnam (Vietinbank – Vietnam Joint Stock Commercial Bank for Industry), ou de la banque du pétrole du Vietnam (PG Bank – Petrolimex Group Commercial Joint Stock Bank), etc.

Les produits agricoles alimentaires (blé, café, sucre essentiellement) ne sont bien sûr pas les seuls sous-jacents sur lesquels ces banques vietnamiennes peuvent intervenir. Des transactions sont ainsi possibles sur les dérivés énergétiques, essentiellement pétroliers (l'essence, le mazout, le diesel, et le brut), les métaux (y compris, l'aluminium, le fer, le cuivre, le zinc, le plomb), ainsi que les produits agricoles industriels tels que le coton, le caoutchouc, ou le papier. Il est par ailleurs à noter que ces sous-jacents peuvent également être de nature financière, et ainsi répondre aux besoins de l'industrie de la gestion d'actifs vietnamienne. Des produits dérivés sur les principaux indices boursiers (S&P 500, Dow Jones Industrial Average, Nikkei 225) peuvent ainsi être traités. Les bourses sur lesquelles les banques vietnamiennes peuvent opérer des passages d'ordre sont en réalité nombreuses, qu'il s'agisse des places européennes (Eurex, Euronext), des différentes bourses de Chicago et de New-York ou des bourses asiatiques telles que celles de Singapour, connue pour être un « hub » du trading de matières premières, de Hong-Kong, du Japon (Tokyo Commodity Exchange) ou de Malaisie (MDEX-Malaysian Derivatives Exchange).

En raison de la nouveauté du processus de « commercialisation moderne du café », mais également d'un déficit de connaissances et de personnes qualifiées dans ce domaine, les entreprises vietnamiennes de production et/ou d'exportation du café ne s'engagent guère directement sur ces bourses, ou pour le moins, auprès des banques internationales, membres de ces différentes bourses et jouant le rôle de courtiers. Elles ont besoin de tout le soutien

opérationnel du secteur bancaire vietnamien dans ce domaine. Disposant d'infrastructures modernes et d'experts sur les produits dérivés comme sur les marchés internationaux de matières premières, les banques commerciales du Vietnam semblent remplir avec aisance leur rôle d'intermédiaire en opérations de bourse. Elles ne sont cependant pas directement opérateurs sur ces marchés et assument le rôle d'agents de réception et de transmissions (RTO) des ordres auprès des membres courtiers de ces bourses internationales. Elles prennent en charge la mise en relation des entreprises vietnamiennes avec les bourses internationales de marchandises, mais au travers d'intermédiaires financiers tels que Refco, Marex, Natexis, etc. Elles s'engagent à exécuter les opérations sur produits dérivés dans le respect des intérêts de leurs clients et à assurer la bonne fin des transactions.

*Graphique 20: Le processus d'exécution des opérations sur produits dérivés chez les banques commerciales du Vietnam*





## 1.1. Le processus d'exécution des ordres sur produits dérivés des banques commerciales

### 1.1.1. La signature du cadre-contrat et l'ouverture du compte client

Si la recherche de nouveaux clients est le souci de toute entreprise ou banque, force est de reconnaître que, dans le domaine de la gestion des risques en général et du trading sur produits dérivés en particulier, la mise en œuvre d'une relation commerciale impose, compte-tenu de la technicité des outils considérés et du coût en capital que ces derniers impliquent, un nombre important de prérequis. Les opérateurs sont, en premier lieu, obligés d'être une personne morale, ce qui signifie en pratique que seules entreprises peuvent participer à la négociation sur les bourses internationales de marchandises. Elles se doivent par ailleurs d'être partie prenante de la filière de la matière première concernée, impliquant de facto que l'utilisation de produits dérivés sur commodities à des fins strictes de spéculation, telle que nous l'avons défini dans le premier chapitre de ce travail, est impossible. Dès la première rencontre, la banque évalue non seulement les besoins de l'entreprise en matière de hedging, mais également si elle a la capacité financière de le faire. La banque établit un rapport préliminaire sur les besoins de l'opération et rédige l'ensemble des dossiers qu'une telle relation commerciale impose, qu'ils soient juridiques ou financiers<sup>21</sup>. A l'instar des procédures en vigueur dans les autres pays du monde, notamment en Europe (nous pensons ici à la directive Marchés des instruments financiers – MIF), l'entreprise se doit alors de répondre à une liste de questions permettant à la banque d'identifier les connaissances et les besoins de son client en matière de gestion des risques, et de lui proposer les meilleures solutions de couverture possibles, dans le respect de sa capacité financière à les assumer. La banque et l'entreprise concluent sur cette base un contrat-cadre de l'opération<sup>22</sup>. Le compte-client peut alors être ouvert et le dépôt de garantie, préalable à toute opération sur marché organisé, effectué. Ce compte, à la différence d'un compte bancaire traditionnel est bloqué, empêchant dès lors tout retrait ou virement sauf avec l'accord du Département de la gestion des risques de la banque. Le montant du dépôt de garantie ne bénéficie d'aucun intérêt sauf dans le cas où les dirigeants de la banque accordent un intérêt exceptionnel pour le client. La banque commerciale transfère alors les dépôts de garantie à son courtier pour que ce dernier exécute les ordres qui lui sont transmis, sur le Liffe et le CME, dans le cas du café.

### 1.1.2. La mise à jour de la position du client

Chaque année, le Département de la gestion des risques (Market Risk Department) de la banque évalue la solidité financière des entreprises-clientes. Une notation financière externe est réalisée dans ce cadre pour déterminer les différents niveaux du dépôt de garantie, de la marge de maintenance et de la valeur maximale de transaction qui seront appliqués à chaque

<sup>21</sup> Les deux premiers types de dossiers comprennent:

- L'enregistrement des affaires de l'entreprise,
- Les rapports financiers déjà audités de l'entreprise dans les deux années récentes (original),
- La décision de l'entreprise sur l'acceptation d'exécuter des opérations dérivées (original) qui est signée par le représentant légal,
- Le rapport récent sur la trésorerie du produit négocié (original),
- Le plan des affaires ou de l'utilisation du produit négocié (original),
- Les contrats d'achat ou de vente du produit (inclus les contrats d'importation ou d'exportation du produit).

Ces documents permettent de vérifier l'existence légale de l'entreprise, sa « santé » financière, sa capacité réelle ainsi que son potentiel de production et/ou commercial du café, ainsi que la qualité du café fourni par l'entreprise.

<sup>22</sup> Le cadre-contrat doit contenir les éléments suivants: le nom, le téléphone, le fax de l'entreprise et son représentant légal, le nom du produit négocié, les notions fondamentales sur le contrat et l'opération dérivée, l'objectif et l'engagement du client sur la gestion du risque, l'engagement et l'obligation du client, le règlement sur la résolution des conflits (le cas échéant).

entreprise. Il est à noter que, dans ce domaine, chaque banque dispose de sa propre méthode d'évaluation. Le résultat de cette évaluation doit être approuvé par le Directeur de la banque et est ensuite transféré au département « matières premières ». Ces conditions sont naturellement impératives pour que la relation commerciale soit maintenue.

Dans le cadre du fonctionnement « quotidien » de cette relation commerciale, le département de la gestion des risques accorde naturellement une attention toute particulière à la valorisation des positions longues ou shorts de son client, qu'elle va, dans le respect du principe du « mark-to-market » évoqué dans le chapitre précédent, liquider fictivement afin de reporter les gains ou les pertes sur la valeur du dépôt initial et ce, en fonction de la valeur du marché. Dans le cas où la valeur du dépôt de garantie serait inférieure à la marge de la maintenance, la banque détermine le quota restant du client et le montant de l'appel de marge. Le département matières premières de la banque a pour responsabilité de contacter le client pour qu'il reconstitue, dans ce cas, l'intégralité de son dépôt de garantie.

### ***1.1.3. L'exécution des ordres pour le client***

L'ordre de bourse transmis par le client et enregistré par le système comme preuve de l'établissement d'un accord entre la banque et le client, doit être clair et contenir, pour une transaction sur contrat à terme, au moins les éléments suivants:

- Le nom de la matière première et son code,
- Le code de l'entreprise chez la banque,
- Le prix,
- Le sens de l'opération à réaliser (l'achat ou la vente),
- La quantité du produit,
- Le mois du contrat,
- Le type de l'ordre<sup>23</sup>,
- La validité de l'ordre ou la durée de vie pour l'ordre (c'est-à-dire, l'ordre peut être valable dans la seule journée ou pendant une période déterminée).

Dans le cas où l'ordre ne serait pas explicite et afin de réduire le risque opérationnel inhérent à toute transaction boursière, la banque demande systématiquement à son client de confirmer son ordre avant que celui-ci ne soit transféré au broker international. Dès la confrontation de l'ordre, la banque est informée par son courtier. A son tour, elle en informe son client par téléphone, courrier électronique ou fax. A la fin de la session de transaction, la banque fait la synthèse de toutes les opérations sur produits dérivés réalisés avec, pour informations, la liste des clients impliqués, la quantité de chaque produit acheté ou vendu, le moment de la confrontation des ordres. Toutes ces informations sont alors envoyées aux responsables des départements matières premières et de la gestion des risques de la banque.

### ***1.1.4. Le contrôle des risques et la réévaluation selon le prix réel***

---

<sup>23</sup> Il existe différents types d'ordres de bourse répondant bien aux différentes attentes des investisseurs

- L'ordre à cours limité (limit order): Il consiste à passer un ordre d'achat (ou de vente) avec un prix d'achat maximum (ou un prix de vente minimum). Autrement dit, l'ordre comporte un prix maximum à l'achat, minimum à la vente.
- L'ordre au marché (market order): l'opérateur ne précise pas de prix auquel il souhaite réaliser l'achat ou la vente. Il cherche avant tout une exécution de son achat ou de sa vente qui soit la plus rapide possible, à n'importe quel niveau du prix actuel du marché (sans limite de prix).
- L'ordre à déclenchement: Il permet à un investisseur de se porter acheteur ou vendeur à partir d'un cours déterminé: à ce cours et au-dessus de ce cours s'il s'agit d'un achat, à ce cours et en-dessous s'il s'agit d'un ordre de vente. Il permet aussi de se protéger contre d'éventuels renversements de tendance et pour protéger une plus-value éventuelle.

Cette procédure est réalisée par le Département de la gestion des risques de la banque et a pour objectif de savoir les ordres ont été correctement réalisés, c'est à dire conformément aux exigences du client, mais également de la banque. Le contrôle du risque permet notamment de déterminer si la valeur des transactions opérées par le client est supérieure au quota défini dans le cadre du contrat commercial.

### ***1.1.5. La confirmation des transactions et la compensation***

Cette étape a pour objectif de valider officiellement la transaction réalisée. La banque envoie au client un document officiel sur lequel figurent toutes les informations de transactions comme le contenu des ordres, le moment de leur confrontation, le prix officiel d'achat ou de vente, etc. La transaction est alors officiellement terminée par la confirmation et la compensation des ordres.

## **1.2. Les moyens techniques opérationnels de passation des ordres**

Le client peut transmettre ses ordres de transaction aux banques par téléphone ou le trading en ligne. En cas de d'utilisation du téléphone, le client doit se servir du code secret de transaction<sup>24</sup> que la banque lui a envoyé auparavant. A l'instar des procédures en vigueur dans toutes les salles de marché des banques internationales, l'appel téléphonique est enregistré et sera considéré comme une preuve en cas de litige entre le client et la banque. Il sera transféré chaque mois au client et la banque devra quant à elle le conserver pendant trois années au moins. Pour le trading en ligne, le client a un code secret permettant de se connecter au logiciel que la banque installe chez lui et qui permet d'exécuter le transfert es ordres. Le degré de « technicité » ou de complétude de ce logiciel (comme la liste de marchandises, la limite sur la valeur de transaction, le frais de négociation, etc.) dépend de l'accord signé entre la banque et le client.

Quant à la banque, elle transfère l'ordre aux courtiers étrangers grâce au logiciel que ces derniers leur fournissent ou par tout autre moyen de transaction qui serait communément admis par les deux parties. Toutes les données de transaction, y compris celles des clients et celles de la banque doivent être conservées, conformément au règlement sur les documents électroniques et au Décret N° 35/2007/ND-CP du Gouvernement du Vietnam (daté du 8 Mars 2007) sur la transaction électronique dans les activités bancaires.

## **1.3. Les autres services de bourse offerts les banques commerciales vietnamiennes**

A côté de leur rôle de RTO, les banques commerciales du Vietnam offrent à leurs clients l'intégralité des services d'information et de conseils que leur « exposition » aux marchés impose. Dès que l'entreprise de production et/ou d'exportation du café devient partenaire de la banque, elle peut en effet bénéficier des différents rapports portant non seulement sur les fondamentaux du marché du café et leur évolution, mais également sur les conditions macroéconomiques nationales et internationales, ainsi que de notes techniques, mobilisant notamment les principes de l'analyse chartiste, portant sur les prévisions des cours boursiers, qu'il s'agisse des matières premières ou des taux de change (voir chapitre 5). Actant a priori de la méconnaissance de l'entreprise des techniques de couverture des risques (matières premières, taux, change), la banque sert de fonction support dans le cadre de sa relation commerciale pour conseiller au mieux son client dans la mise en œuvre de sa stratégie de hedging.

---

<sup>24</sup> Il s'agit du chiffre que la banque a envoyé à son client. Chaque client dispose son code secret de transaction. Le client doit réserver soigneusement son code secret de transaction.

## **2. La négociation du café sur les bourses vietnamiennes de marchandises**

Les bourses internationales ne sont pas les seuls marchés de gestion des risques auxquels les opérateurs vietnamiens peuvent accéder. A partir des années 2000, dans le cadre d'une réorientation de l'économie en faveur de solutions de marché, le Gouvernement vietnamien a en effet engagé une réforme visant à faire évoluer les marchés agricoles nationaux, d'une structure fragmentée à un schéma plus centralisé géographiquement. Ceci a pu se faire grâce la promotion de structures d'échange plus grandes, appelées Centres ou Bourses de marchandises en Vietnamien et ce, pour des produits jouant un rôle important pour l'économie nationale et subissant d'importants mouvements du prix sur les marchés internationaux.

La première plateforme de la négociation des marchandises du Vietnam a ainsi été celle de la noix de cajou. Inaugurée le 3 Juillet 2002 par l'Association vietnamienne de la noix de cajou en coopération avec la bourse des valeurs mobilières de Hô-Chi-Minh-Ville, elle avait pour but d'apporter un outil efficace de couverture des risques du prix pour les vendeurs de ce produit. En raison d'un faible nombre des participants et d'une liquidité insuffisante, elle est fermée une année plus tard. Le 25 Mai 2002, c'est le centre des produits de la mer CanGio qui est lancé par les dirigeants de la province CanGio ainsi que par ceux du Ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam. Il s'agit du premier centre des produits de la mer du pays. CanGio ATC est directement géré par Cholimex – Grande société étatique, avec un capital de 7,5 milliards de VND (soit près de 0,5 millions d'euros), une plateforme physique de 5 hectares bien équipée et l'ensemble de infrastructures de services nécessaires à l'échange de la matière physique, qu'il s'agisse de services bancaires, de contrôle de la qualité ou d'entreposage. Avant l'instauration d'un tel système, les producteurs vietnamiens, peu dotés en capital, ne disposaient pas de moyens modernes pour conserver leurs produits et étaient, en cela, obligés de les vendre dès l'exploitation. Leurs acheteurs avaient, quant à eux, tendance à développer des stratégies collusives afin de limiter le coût d'acquisition de ces produits, en le maintenant souvent à un niveau en deçà des espérances des pêcheurs. La naissance de CanGio ATC a, de ce point de vue, été accueillie très favorablement par l'amont de la filière qui y voyait là un moyen pour résoudre les pressions sur les prix auxquelles les producteurs vietnamiens devaient souvent se confronter. En théorie, les produits de la mer sont non seulement transformés au CanGio ATC dès l'exploitation, mais également cotés de façon transparente sur la base de la loi de l'offre et de la demande. Cependant, comme pour la plateforme de la noix de cajou, le volume de transaction a progressivement décliné, les pêcheurs préférant finalement vendre leurs produits aux commerçants plutôt qu'aux entreprises, et ces dernières achètent en gros auprès des commerçants. Depuis, l'échec de CanGio ATC a été officiellement reconnu.

Le 15 Novembre 2009, le Groupe SACOMBANK lance quant à lui la première bourse de l'acier (STE) du Vietnam à Hô-Chi-Minh-Ville, dans le but de créer de la transparence sur le prix de ce métal. En participant à la bourse STE, les opérateurs peuvent en effet théoriquement bénéficier de trois avantages: un système de prix transparent et fonctionnant sur la base de mécanismes concurrentiels; une garantie de bonne fin des opérations assurée par la bourse permettant un accès plus rapide et plus facile aux crédits bancaires; et un accès aux procédures de gestion du risque de prix grâce à l'existence d'un mécanisme de prix à terme. Les méthodes de négociation et le mécanisme d'appariement des ordres font de STE une bourse a priori conforme aux schémas internationaux. Cependant, si la standardisation des contrats existe bien, il est également possible de négocier des aciers dont les caractéristiques sont propres à chaque sidérurgiste présent sur le marché vietnamien.

Concernant le secteur du café, il existe un centre physique des échanges (le BUONMATHUOT Coffee Exchange Center – BCEC), et deux bourses de matières premières au sens strict: le Vietnam Commodity Exchange (VNX) et INFO Commodity Exchange. Ce dernier, créé par le Groupe Ocean suite à la licence datée du 3 Mai 2013 du Ministère du Commerce et d'Industrie du Vietnam, et doté d'un capital de 150 milliards de VND (environ 6,5 millions d'euros), n'est cependant toujours pas opérationnel et ne sera donc pas considéré plus en avant dans cette thèse.

## **2.1. La négociation au comptant et à terme du café Robusta sur le centre du café BuonMaThuot (BCEC)**

Le BCEC est le premier Centre de transactions des produits agricoles du Vietnam et appartient au Ministère de l'Industrie et du Commerce. Avant sa modernisation, celui-ci comptait parmi les trois grands marchés de gros au Vietnam (avec celui du riz de Can Tho et celui des cacahuètes de Nghe An). Sa modernisation fut proposée par le Comité populaire de la province Daklak. Approuvé au milieu de l'année 2003 par le Gouvernement et ensuite construit à la fin de l'année 2006, le BCEC est officiellement inauguré le 11 décembre 2008 pour devenir le lieu de la négociation du café vietnamien, sur la base d'enchères publiques et centralisées. A son lancement, seules les opérations au comptant étaient autorisées. La première session de négociation des contrats à terme fut quant à elle mise en service à partir du 11 mars 2011.

Situé au centre de Daklak, qui est considéré comme le cœur de la caféiculture vietnamienne, le BCEC dispose d'avantages comparatifs non négligeables pour la vente et le dépôt du café des producteurs de la province de Daklak ainsi que celle de Tây Nguyên. Ses entrepôts couvrent en effet une superficie de 8.000 m<sup>2</sup> permettant de contenir environ 15.000 tonnes de café. Son atelier de transformation dont la superficie est de 5.000 m<sup>2</sup> peut traiter annuellement 150.000 tonnes.

La naissance du BCEC a pour premier objectif de créer une nouvelle chaîne de distribution du café au Vietnam, des agriculteurs jusqu'aux entreprises de commercialisation et/ou d'exportation du café, avec une réduction du nombre d'intermédiaires au sein de cette supply-chain, mais également d'offrir une plus grande visibilité de la filière vis-à-vis des acheteurs étrangers. L'idée était en deuxième lieu de favoriser les équilibres offres/demandes par une confrontation centrale et de créer un outil de protection contre le risque de prix, à destination des producteurs, grâce à la mise en œuvre d'un mécanisme de négociation de prix à terme. L'ambition ultime était de faire du BCEC une bourse de référence pour le café en Asie du Sud-Est et, en cela, d'imposer à terme le prix du café vietnamien comme le cours de référence utilisé dans les négociations commerciales au sein de cette zone régionale.

### **2.1.1. Le fonctionnement opérationnel du BCEC**

Le centre BCEC fonctionne sous la direction d'un comité de 7 membres représentants de la province Daklak, de la VICOFA, et du secteur bancaire. En coopération avec Techcombank, le Groupe du café ThaiHoa et la société Cafecontrol, le BCEC a réussi à établir un marché du café Robusta avec deux méthodes de livraison, la livraison immédiate (pour le contrat au comptant) et la livraison à terme (pour le contrat Future). Dans la structure de fonctionnement du centre, les missions des partenaires se divisent comme suit:

- La Techcombank est responsable des services bancaires tels que la gestion des comptes d'investissement, le paiement, le dépôt, etc. et joue par ailleurs le rôle d'une banque de compensation du centre. Elle met aussi en œuvre, comme nous l'avons vu, des activités de



conseil stratégique, de soutien du BCEC en matière de formation, de gestion et de développement du marché.

- Le groupe ThaiHoa est quant à lui responsable de la gestion et du contrôle du système d'entreposage et des usines de traitement dont il est l'acteur principal. Il est en effet chargé de recevoir et de conserver le café après qu'il ait été transformé en produit fini d'une qualité suffisamment élevée pour répondre aux normes de qualité appliquées au produit exporté.

Comme évoqué dans l'introduction, Cafecontrol a enfin pour mission de s'assurer de la qualité du café livré et entreposé et de mettre en œuvre un système de « grading » que l'on observe sur de nombreuses commodities agricoles.

### ***2.1.2. Les catégories de membres sur le BCEC***

Pour intervenir sur le BCEC, tout opérateur de la filière doit, à l'instar de la plupart des marchés organisés de matières premières, être membre officiel de la bourse ou avoir recours à un intermédiaire bénéficiant d'un tel statut. En tant que vendeur, un membre doit disposer d'une superficie de caféiculture de 3 hectares au moins, et pouvoir entreposer à la BCEC, au moment de la transaction, 5 tonnes de café d'une qualité conforme aux standards validés par Cafecontrol. Les courtiers doivent disposer d'un capital minimum est de 5 milliards de VND (soit environ 200.000 d'euros) et de 75 milliards de VND (soit environ 3 millions d'euros) pour les négociants. Ceux-ci doivent en outre disposer de la licence autorisant à produire, à commercialiser et à exporter du café, délivrée par le Ministère de la Planification et de l'Investissement au niveau provincial. L'ouverture d'un compte auprès de Techcombank est le préalable à toute opération sur cette bourse.

Outre celles évoquées précédemment, la négociation au sein du BCEC est soumise à un certain nombre de contraintes. Les 5 tonnes de café demandées par le BCEC comme préalable à l'échange, doivent, après l'entreposage, être agréées par Cafecontrol, afin de déterminer si la qualité est conforme aux exigences requises. Au terme de cette procédure, l'organisme vérificateur produit un certificat de qualité au profit du vendeur et en informe le BCEC et le service de gestion de l'entrepôt. Le BCEC délivre au vendeur une attestation officielle de réception du café, stipulant que le producteur est propriétaire d'un volume du café standardisé, éligible à la négociation au sein de la bourse. Ces documents transmis à Techcombank, le vendeur peut alors soit traiter directement les contrats à terme s'il est membre du BCEC soit, dans le cas contraire, avoir recours à un courtier (broker) puis éventuellement à un trader, avant que l'ordre soit transféré au système du BCEC. L'acheteur doit, quant à lui, disposer de 10% du montant de l'opération, en dépôt auprès de Techcombank qui informe le BCEC du respect de cette condition. Conformément au principe des marchés organisés de matières premières, la livraison physique du café n'est pas obligatoire pour le contrat à terme. Dans ce contexte, toute opération longue (acheteuse) ou courte (vendeuse), pourra être compensée par un ordre de sens opposé et ce, pour une échéance et un volume identique à ceux de l'opération initiale. Techcombank a pour fonction d'intervenir comme contrepartie centrale unique en s'interposant entre acheteurs et vendeurs et en leur garantissant la bonne fin des opérations, évitant ainsi tout risque de défaillance des opérateurs. Ceci implique qu'elle gère les dépôts de garantie de chaque opérateur présent sur le marché et procède, à l'instar de toute chambre de compensation, aux appels de marge en cas d'évolutions défavorables des cours. Elle assure de plus la gestion administrative et comptable des transactions et peut suspendre temporairement les échanges en cas de variations trop importantes des cours.

Plusieurs types de frais doivent être considérés dans le cadre d'une négociation sur le BCEC. Pour devenir membre du centre, l'opérateur doit en premier lieu s'acquitter un droit



d'inscription dont la valeur est la même pour tous. Il doit par ailleurs payer une cotisation annuelle représentative de sa qualité de membre. Les acheteurs et vendeurs non membres doivent quant à eux payer les frais de liés à la passation des ordres, la marge du courtier, les frais de contrôle de la qualité du produit, ainsi que les frais de la livraison de marchandises et de la compensation.

### 2.1.3. Le contrat au comptant et Future du café sur le BCEC

La première opération au comptant pour le café a été exécutée le mois de Décembre 2008. Une opération au comptant est une convention selon laquelle le prix de vente est fixé lors de la conclusion du contrat et la livraison et le paiement se réalisent pendant 3 jours ouvrés à partir du moment de la signature du contrat. Celle-ci est, dans le cas du BCEC relativement standardisé comme en témoigne le tableau ci-dessous.

Termes	Spécifications
Heure de transaction	9h – 11h
Jour de transaction	Du Lundi à Vendredi (sauf les jours fériés selon la Loi du travail du Vietnam)
Lieu de transaction	Centre des transactions du café BuonMaThuot (BCEC) 153 Nguyen Chi Thanh – BuonMaThuot – DakLak
Mécanisme de confrontation des ordres	Confrontation des ordres électroniques de manière continue Confrontation des ordres de manière d'appariement
Dépôt de transaction	100% de la valeur de transaction
Type du café	R1A, R1C, R2B
Unité monétaire	VND
Durée effective de l'ordre	En session de transaction
Moment de paiement	Dès la réussite de la confrontation de l'ordre
Unité de transaction	Lot
Quantité de transaction	1 tonne
Décalage du prix	50 VND/kg
Fluctuation du prix	Inférieure ou égale à 10% du prix de référence de la récente session
Livraison	3 jours ouvrés à partir du succès de la confrontation de l'ordre

*Tableau 5: Les spécifications du contrat au comptant chez BCEC*

Les opérations au comptant ne sont pas les seules transactions possibles sur ce marché. Le 22 Décembre 2010, le Gouvernement du Vietnam a en effet promulgué le document No.9254/VPCP-KTN autorisant le BCEC à mettre en œuvre des opérations à terme (Future), initialement pour une année, qui fut en réalité renouvelée par le document No.3178/VPCP-KTN du 9 Mai 2012 et le décret No.158/2006/ND-CP daté du 28 Décembre 2006, détaillant des règles de la loi commerciale sur des activités d'achat et de vente sur la bourse de marchandises.

Le contrat à terme est un accord passé entre l'acheteur ou le vendeur et le BCEC dans lequel l'acheteur ou le vendeur s'engage à livrer ou à prendre livraison d'une certaine quantité d'un certain type de café répondant aux normes proposées par le BCEC, à un moment donné dans le futur et à un prix spécifique qui est fixé lors de la conclusion du contrat. Le tableau ci-dessous précise les conditions de standardisation de ce contrat.

Termes	Spécifications
Produits de	Robusta R2B: Grains noirs et cassés pas plus de 5%, grains étrangers au plus

Termes	Spécifications
transaction	de 1%, humidité de 12,5%, au moins 90% de grains de la taille de 13. Les Robusta grade R1A, R1B, R1C et R2A sont livrés au prix du contrat, ajouté d'une différence qui est fixée par le BCEC en fonction du grade de Robusta au moment de livraison.
Heure de transaction	14h – 17h (Pour la confrontation des ordres électroniques de manière continue et aussi la confrontation des ordres de manière d'appariement)
Jour de transaction	Du Lundi à Vendredi (sauf les jours fériés selon la Loi du travail du Vietnam)
Lieu de transaction	Centre BCEC – 153 Nguyen Chi Thanh – BuonMaThuot - Daklak
Confrontation des ordres	Confrontation des ordres électroniques de manière continue Confrontation des ordres de manière d'appariement
Unité du prix	VND/kg
Fluctuation minimale du prix	10 VND/kg (20 000 VND/lot)
Quantité de transaction	Confrontation des ordres électroniques de manière continue: Au moins 1 lot (2 tonnes métriques) Confrontation des ordres de manière d'appariement: Au moins 9 lots (18 tonnes métriques)
Quantité d'un contrat	2 tonnes métriques (2.000 kg)
Mois du contrat	6 mois consécutifs de livraison
Fluctuation du cours	+/- 4% du prix de référence à partir de la session récente
Dépôt de garantie minimum	15% de la valeur du contrat
Dernier jour de transaction	Dernier jour du travail du mois précédent du mois de livraison
Premier jour d'avis	Premier jour du travail des 5 derniers jours du travail du mois précédent du mois de livraison
Moment de l'enregistrement de livraison	A partir du premier jour d'avis jusqu'à 9h00 du dernier jour de transaction
Quantité de l'enregistrement de livraison	18 tonnes (9 contrats)
Point de livraison	En entrepôt du BCEC
Date de paiement	Le troisième jour du travail du mois de livraison

**Tableau 6: Les spécifications du contrat à terme chez BCEC**

Méthode de calculer la différence du prix selon la classification du café

Grade	Code	Spécifications de la qualité
Grade 1	R1A	Grains noirs et cassés pas plus de 2%, grains étrangers au plus de 0,5%, humidité de 12,5%, au moins 90% de grains de la taille de 18 et 99% de la taille de 16 Différence du prix = 3,45% * Prix de référence + 50 VND/kg (Frais de traitement)
	R1B	Grains noirs et cassés pas plus de 0,4% (noirs 0,1% et cassés 0,3%), grains étrangers au plus de 0,1%, humidité de 12,5%, au moins 90% de grains de la taille de 16 et 99% de la taille de 13 Différence du prix = 4,91% * Prix de référence + 217 VND/kg (Frais de traitement)
	R1C	Grains noirs et cassés pas plus de 2%, grains étrangers au plus de 0,5%, humidité de 12,5%, au moins 90% de grains de la taille de 16 et 99% de la taille de 13 Différence du prix = 2,74% * Prix de référence + 50 VND/kg (Frais de traitement)
Grade 2	R2A	Grains noirs et cassés pas plus de 3%, grains étrangers au plus de 0,5%, humidité de 12,5%, au moins 90% de grains de la taille de 13. Différence du prix = 2,24% * Prix de référence + 50 VND/kg (Frais de traitement)

Grade	Code	Spécifications de la qualité
	R2B	Grains noirs et cassés pas plus de 5%, grains étrangers au plus de 1%, humidité de 12,5%, au moins 90% de grains de la taille de 13

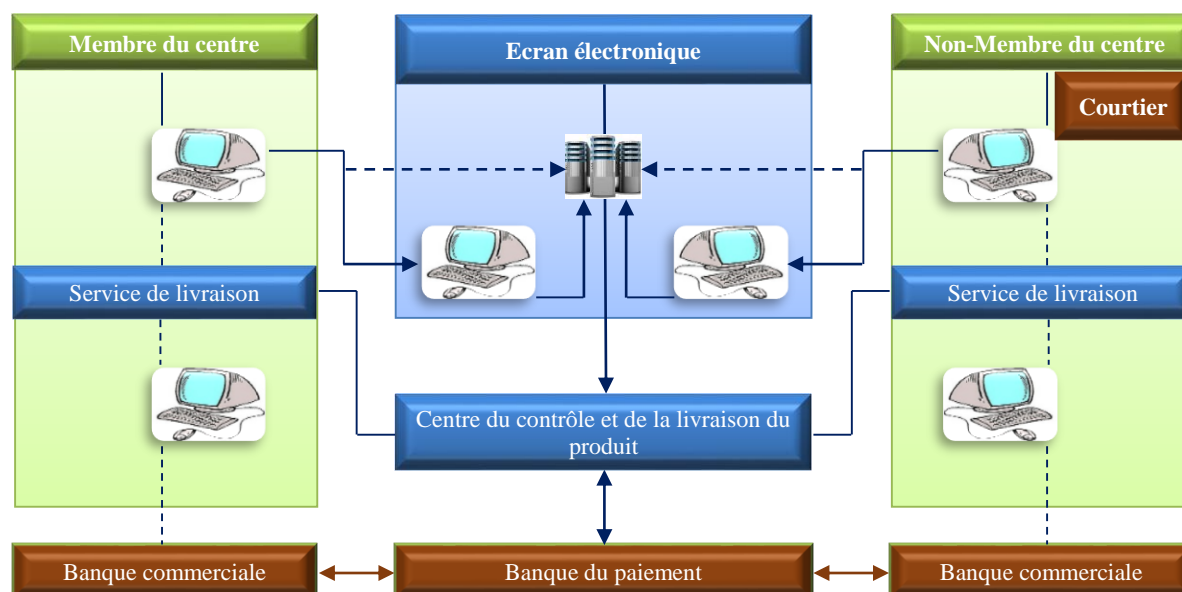
**Tableau 7: La méthode de calculer la différence du prix selon la classification du café**

Appelé contrat à terme ou « future », ce contrat s'apparente en réalité à un contrat forward avec compensation centrale (différent donc en cela d'un forward commercial traditionnel), puisque la livraison physique du sous-jacent s'est avérée très fréquente. L'idée était en effet de favoriser la couverture de risque sans spéculation, ce qui, nous le verrons, est une des raisons de l'échec de ce marché.

#### 2.1.4. L'organisation de la négociation sur le BCEC

Le BCEC dispose d'installations informatiques modernes permettant de réaliser des opérations au comptant et à terme sur le café. La salle de trading est capable d'accueillir plus de 100 personnes en même temps et plus d'une douzaine d'ordinateurs permettant la passation des ordres et la collection d'information. Sur place, trois grands écrans électroniques affichent la fluctuation du cours du café et les actualités relatives au café, qu'il s'agisse du marché physique domestique ou des marchés financiers, nationaux et internationaux.

**Graphique 21: Le système de transaction du BCEC**

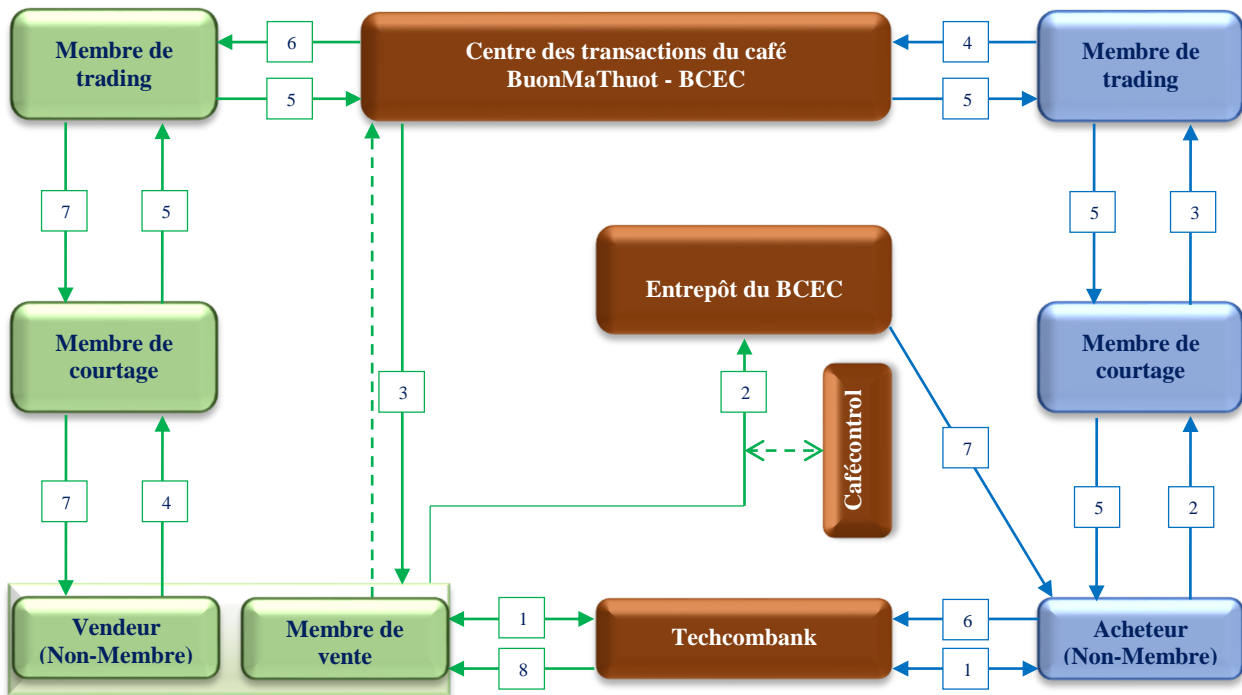


Le centre réalise ses transactions au travers d'un système d'ordinateurs connectés avec le réseau local (LAN) et le réseau longue-distance (WAN). Les membres du centre peuvent désigner leur représentant sur le centre (si nécessaire) ou directement introduire les ordres par le fichier de commande, la téléphone, le fax, le télex, l'email ou en ligne. Les non-membres peuvent participer aux transactions du café à travers les membres de courtage. Ils doivent alors ouvrir un compte bancaire chez Techcombank et signer un contrat de transaction avec un membre de courtage.

La confrontation des ordres respecte deux principes: celui de la priorité du prix et de la priorité du temps. Pour deux ordres de même sens, l'ordre qui propose le meilleur prix est ainsi exécuté le premier. L'ordre d'achat au cours le plus élevé et l'ordre de vente au cours moins élevé sont également prioritaires. L'ordre au marché est quant à lui prioritaire par

rapport à l'ordre à cours limité. Le centre BCEC organise la négociation tous les jours du lundi au vendredi. A 9h00, le centre exécute la confrontation périodique des ordres pour déterminer le prix d'ouverture. Le marché fonctionne ensuite en continu afin de favoriser le dynamisme des ordres. Les opérateurs peuvent payer en VND ou en devise étrangère librement convertible selon le taux de change officiel qui est publié par la SBV. L'unité de transaction sur le centre BCEC est le lot du café. Chaque lot équivaut à une tonne pour un contrat au comptant et à deux tonnes pour le contrat à terme

**Graphique 22: Le processus de la négociation du café sur le BCEC**



Pour que les transactions physiques puissent avoir lieu, le vendeur doit transporter le café au BCEC pour qu'il soit entreposé. Il envoie pour cela quelques jours auparavant, au Département de la gestion du produit, l'annonce de sa décision. Ce département la transfère ensuite au Département de la gestion de l'entrepôt afin que ce dernier fasse les préparations nécessaires pour la réception du produit. Dès l'arrivée du café, la quantité disponible est mesurée. Des échantillons sont, dans le même temps, prélevés pour la vérification de la qualité du café. Si le café répond aux exigences imposées par le BCEC et peut donc faire l'objet de transactions, il sera « gradé ». Cette étape étant effectuée, le département de la gestion de l'entrepôt établit une feuille de réception du café et rédige un contrat de traitement et de protection du café avec le vendeur. Ces documents sont alors envoyés au BCEC pour validation qui, en retour, délivre l'attestation de réception du café au vendeur. Il s'agit d'un document justifiant que le vendeur est vraiment propriétaire d'un volume de café standardisé et éligible aux transactions sur le BCEC. L'opérateur peut dès lors vendre son café soit directement s'il est membre, soit au travers d'un courtier.

Pour le café qui ne répond pas aux exigences de la qualité proposées par le BCEC, deux catégories sont possibles. La première regroupe des cafés dont la qualité est très mauvaise et dont le traitement n'est pas possible. Le BCEC refuse de la recevoir en son entrepôt. La deuxième regroupe des cafés qui n'arrivent pas au standard de la qualité exigée par le BCEC et ne peuvent pas être négociés sur le BCEC mais qu'il est possible de traiter. Le département de gestion de l'entrepôt accepte de signer avec le vendeur un contrat de traitement et de protection du café. Le contrat a pour but de lui permettre de réaliser les

opérations nécessaires pour que la qualité du café soit améliorée et devienne compatible avec le standard du BCEC. L'acheteur est quant à lui obligé de déposer et de maintenir une certaine somme d'argent sur son compte avant même de pouvoir opérer sur cette bourse. Pouvant être assimilée au dépôt initial de tout marché « future », cette somme est considérée comme la garantie de l'achat et varie en fonction de la valeur de chaque transaction. Au BCEC, le taux du dépôt de garantie est de 10% pour le contrat au comptant et 15% pour le contrat à terme. Techcombank a pour tâche d'informer le BCEC si le crédit de l'acheteur respecte ce taux. L'ordre d'achat n'est transféré au carnet d'ordres du BCEC que sous cette condition, une fois encore, soit directement, soit par un courtier.

L'acheteur et le vendeur peuvent passer les ordres de vente ou d'achat de façon manuelle, en remplissant un formulaire de vente ou d'achat et en le transférant au BCEC ou à leur partenaire courtier, de façon moderne, par internet. Cette dernière solution a bien évidemment pour ambition d'éviter le déplacement physique des opérateurs, long et contraignant, et ainsi de favoriser la participation du plus grand nombre d'acheteurs et vendeurs. Qu'elle que soit la méthode utilisée, les opérateurs doivent renseigner un certain nombre d'informations: code du produit, code du contrat, type d'ordre et prix d'achat ou de vente correspondant, celui-ci devant se situer dans la limite de la fluctuation des cours autorisée. Le choix du type de confrontation des ordres est également indispensable. Il y en a deux types: la confrontation des ordres électroniques de manière continue et la confrontation des ordres au « fixing ». La réussite de l'opération est peut-être signalée sur l'écran électronique mis en place sur le BCEC et observable par tous les opérateurs présents ou par l'annonce officielle de la part du BCEC à travers ses membres de trading ou de courtage. Pour une opération au comptant, après la confrontation des ordres, le vendeur et l'acheteur doivent ensemble signer un contrat préétabli par le BCEC et sous la supervision de ses responsables. En ce qui concerne le contrat à terme, l'acheteur et le vendeur n'ont pas vocation à se rencontrer et s'adressent seulement à la chambre de compensation qui a pour mission de réaliser le reste de l'opération. La transaction est achevée lorsqu'à l'échéance, l'acheteur réalise le règlement tandis que le café est livré à l'acheteur, dans les entrepôts du BCEC. Cependant, la livraison du café n'est pas obligatoire pour le contrat à terme. Si le vendeur la choisit, il doit l'annoncer à partir du premier jour d'avis jusqu'à 9h du dernier jour de transaction.

La mission essentielle de Techcombank dans ce dispositif est de faire office de chambre de compensation. Elle a en effet pour fonction d'intervenir comme contrepartie centrale unique en s'interposant entre acheteurs et vendeurs et en leur garantissant la bonne fin des opérations, évitant ainsi tout risque de défaillance des opérateurs. Après chaque transaction, elle va payer le vendeur et débiter du montant correspondant le compte de l'acheteur. Elle collecte les dépôts de garantie, et assure le fonctionnement des appels de marge. Lorsque l'acheteur ne peut pas payer un appel de marge, sa position est soldée. Elle assure enfin la gestion administrative et comptable des transactions et suspend temporairement les opérations en cas de variations trop importantes des cours.

Avec le contrat au comptant, les opérateurs disposent non seulement d'une assurance sur la qualité et d'un prix a priori plus transparent et plus juste, puisqu'issu de confrontation directe et centralisée de l'offre et de la demande dont les déterminants sont observables par tous. Les producteurs peuvent par ailleurs bénéficier des services de crédit offerts par Techcombank, en hypothéquant le café dont ils disposent. Le contrat future permet quant à lui de réduire le risque de prix des différents opérateurs de la filière et ceci, d'autant plus qu'ils n'ont pas à subir le risque de change que leur impose le recours aux commodity exchange internationaux. Les procédures de livraison ainsi que de réception du café comme l'entreposage, l'inspection de la qualité, le stockage ou le retrait de l'entrepôt, apparaissent



également simples, rapides et flexibles. Tout café déjà en entrepôt du BCEC mais n'étant pas encore négocié peut en effet être repris et vendu en OTC sur le marché domestique.

## **2.2. La négociation à terme des café Robusta et Arabica sur la Vietnam Commodity Exchange (VNX)**

La Bourse de marchandises du Vietnam (Vietnam Commodity Exchange – VNX) est la première bourse de marchandise du Vietnam, autorisée par le Ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam par la décision 4596/GP-BCT datée du 1er Septembre 2010. Elle s'organise sous la forme d'une société par action dont le capital était initialement 150 milliards de VND (environ 6,1 millions d'euros), et atteindrait 1.000 milliards de VND (environ 40,1 millions Euros) en 2014<sup>25</sup>. Elle a officiellement organisé ses premières opérations le 11 janvier 2011, sur trois matières premières: le café, le caoutchouc et l'acier.

Basée à Hô-Chi-Minh-Ville, la VNX profite naturellement des avantages du centre économique, politique, culturel et social du pays. Elle fut en partie créée pour répondre certes au besoin de couverture des risques des opérateurs des différentes filières impliquées, mais également à la demande de supports d'investissement nouveaux, différents de ceux présents sur les marchés financiers traditionnels. A l'instar du BCEC, la VNX offre des services réservés aux contrats à la fois au comptant et à terme pour les 3 produits, le café (Robusta et Arabica), le caoutchouc et l'acier. Elle fournit aussi des services de stockage ainsi que des services d'inspection afin d'assurer que la qualité des matières premières échangées soit tout à fait conforme aux normes nationales et internationales. A l'image du LME, fameux marché londonien des métaux fonctionnant sur le principe d'un « forward terminal market » (Marquet, 1992), la VNX avait pour ambition d'établir et de développer un réseau de succursales et de bureaux de représentation dans les grandes provinces du Vietnam, mais également de développer un vaste système d'entreposage et d'inspection des marchandises dans les zones géographiques où se trouvent les entreprises de production et/ou de commercialisation.

### **2.2.1. La plate-forme de trading de VNX**

La VNX autorise les transactions au système PATSYSTEM dont le siège social est au Royaume-Uni. PATSYSTEM dispose d'un réseau global des clients, banques internationales, négociants, fonds d'investissement et permet à la VNX de se connecter aux grandes bourses internationales de matières premières. La VNX a de plus signé des contrats de coopération avec les grandes sociétés internationales de courtage comme ONGFIRST et PHILLIP FUTURES dans le but de favoriser un accès plus facile des opérateurs vietnamiens aux bourses internationales.

### **2.2.2. Les catégories de membres de la VNX**

Deux types d'adhésion sont possibles sur le VNX, offrant le statut de membre de trading ou le membre de courtage. Le trader est une personne morale dont le capital minimal est 75 milliards de VND (soit environ près de 3 millions euros) et qui dispose d'une infrastructure suffisante pour assurer la bonne exécution des ordres. Il s'acquitte d'un dépôt de 10 milliards de VND (soit environ près de 410.000 euros). A la différence du trader, le courtier se doit disposer d'un capital de 5 milliards de VND (soit 0,2 millions euros), mais n'est pas assujéti au principe du dépôt de garantie, puisqu'il n'officie que dans une fonction de RTO.

---

<sup>25</sup> Jusqu'à maintenant, il n'y a pas aucune information sur l'augmentation du capital de la VNX



### 2.2.3. Les contrats à terme du café aux normes nationales et internationales sur la VNX

La VNX, permet de négocier du café Robusta et du café Arabica, selon deux normes de qualité, locale et internationale. Les spécifications du contrat VNX « international » sont similaires à celles du LIFFE pour le café Robusta et sur la Bourse ICE (Intercontinental Exchange-NYSE) pour le café Arabica. Les contrats adoptant des normes locales édictées par VNX ont, quant à eux, pour vocation à s'adapter au mieux aux contraintes des productions locales et s'affirmer ainsi comme un outil de hedge incontournables pour les opérateurs locaux. Quelle que soit la norme privilégiée, la qualité du café demeure évaluée par les seules organisations d'inspection autorisées par la VNX.

Café	Type du contrat
Robusta	<p>Contrat à terme du Robusta – Norme de VNX. Code du contrat: VRC_XY</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- VRC: Symbole du contrat à terme du café Robusta négocié sur la VNX selon la norme de la VNX</li> <li>- X: Symbole du mois de livraison du contrat</li> <li>- Y: Symbole de l'année du contrat (Selon la VNX, c'est le dernier chiffre de l'année où le contrat prend effet)</li> </ul> <p><u>Exemple:</u> VRC_H2 pour le contrat à terme du café Robusta négocié sur la VNX (selon la norme de la VNX) dont la livraison se passe au mois de Mars 2012</p>
	<p>Contrat à terme du Robusta – Norme internationale. Code du contrat: VLRC_XY</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- VLRC: Symbole du contrat à terme du café Robusta négocié sur la VNX selon la norme internationale</li> <li>- X: Symbole du mois de livraison du contrat</li> <li>- Y: Symbole de l'année du contrat (Selon VNX, c'est le dernier chiffre de l'année où le contrat prend effet)</li> </ul> <p><u>Exemple:</u> VLRC_H2 pour le contrat à terme du café Robusta négocié sur la VNX (selon la norme internationale) dont la livraison se passe au mois de Mars 2012</p>
Arabica	<p>Contrat à terme d'Arabica – Norme de VNX. Code du contrat: VIAC_XY</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- VIAC: Symbole du contrat à terme du café Arabica négocié sur la VNX selon la norme de la VNX</li> <li>- X: Symbole du mois de livraison du contrat</li> <li>- Y: Symbole de l'année du contrat (Selon la VNX, c'est le dernier chiffre de l'année où le contrat prend effet)</li> </ul> <p><u>Exemple:</u> VIAC_Z1 pour le contrat à terme du café Arabica négocié sur la VNX (selon la norme de la VNX) dont la livraison se passe au mois de Décembre 2011</p>
	<p>Contrat à terme d'Arabica – Norme internationale. Code du contrat: VKC_XY</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- VKC: Symbole du contrat à terme du café Arabica négocié sur la VNX selon la norme de la VNX</li> <li>- X: Symbole du mois de livraison du contrat</li> <li>- Y: Symbole de l'année du contrat (Selon la VNX, c'est le dernier chiffre de l'année où le contrat prend effet)</li> </ul> <p><u>Exemple:</u> VKC_Z1 pour le contrat à terme du café Arabica négocié sur la VNX (norme internationale) dont la livraison se passe au mois de Décembre 2011</p>

**Tableau 8: Les types du contrat du café chez la VNX**

Voici la table des symboles du mois de livraison du contrat

Mois de livraison	Symbole	Mois de livraison	Symbole	Mois de livraison	Symbole
Janvier	F	Mai	K	Septembre	U
Février	G	Juin	M	Octobre	V
Mars	H	Juillet	N	Novembre	X
Avril	J	Août	Q	Décembre	Z

**Tableau 9: Les symboles du mois de livraison du contrat**

Voici les spécifications des contrats à terme sur la VNX

Termes	Spécifications
<b>CONTRAT VRC_XY</b>	
Unité du contrat	1.000 kg/lot
Normes de qualité	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Poids des échantillons: 300 gr</li> <li>- Grains noirs et cassés: pas plus de 3%</li> <li>- Grains étrangers: pas plus de 0,5%</li> <li>- Humidité maximale: 12,5%</li> <li>- Au moins 90% de grains de la taille de 14</li> <li>- Au moins 96% de grains de la taille de 12</li> </ul>
Mois de livraison	Janvier, Mars, Mai, Juillet, Septembre, Novembre
Contrat coté	3 mois consécutifs de livraison
Unité de monnaie	VND
Prix étape	10VND/kg
Unité de livraison	N x 20 tonnes
Heure de transaction	15h:00 – 23:00
Dépôt de garantie	Selon les règles proposées par la VNX
Limites de position	Pour le personnel: $\leq 5.000$ lot d'achat net ou de vente nette Pour l'entreprise: $\leq 20.000$ lot d'achat net ou de vente nette La VNX peut changer les limites de position selon la demande réelle
Lieu de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
Date de la première annonce	Premier jour ouvré du mois de livraison
Marge supplémentaire après le premier jour d'avis pour les investisseurs du spot contrat	Selon les renseignements de la VNX
Dernier jour de transaction	Dernier jour ouvré du mois de livraison
Date de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
Mode de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
<b>CONTRAT VLRC_XY</b>	
Unité du contrat	10.000 kg/lot
Normes de qualité	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Poids des échantillons: 300 gr</li> <li>- Grains noirs et cassés: pas plus de 3%</li> <li>- Grains étrangers: pas plus de 0,5%</li> <li>- Humidité maximale: 12,5%</li> <li>- Au moins 90% de grains de la taille de 14</li> <li>- Au moins 96% de grains de la taille de 12</li> </ul>
Mois de livraison	Janvier, Mars, Mai, Juillet, Septembre, Novembre
Contrat coté	3 mois consécutifs de livraison
Unité de monnaie	VND
Prix étape	10VND/kg
Unité de livraison	N x 20 tonnes
Heure de transaction	15h:00 – 23:30
Dépôt de garantie	Selon les règles proposées par la VNX
Limites de position	Pour le personnel: $\leq 5.000$ lot d'achat net ou de vente nette Pour l'entreprise: $\leq 20.000$ lot d'achat net ou de vente nette La VNX peut changer les limites de position selon la demande réelle
Lieu de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
Date de la première annonce	Premier jour ouvré du mois de livraison

Termes	Spécifications
Marge supplémentaire après le premier jour d'avis pour les investisseurs du spot contrat	Selon les renseignements de la VNX
Dernier jour de transaction	Dernier jour ouvré du mois de livraison
Date de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
Mode de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
<b>CONTRAT VIAC_XY</b>	
Unité du contrat	1.000 kg/lot
Normes de qualité	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Poids des échantillons: 300 gr</li> <li>- Dans la limite de 9 à 23 fautes</li> <li>- Au moins 50% de grains de la taille de 15</li> <li>- Au maximum 5% de grains de la taille inférieure à 14</li> <li>- Humidité: 9% - 13%</li> </ul>
Mois de livraison	Mars, Mai, Juillet, Septembre, Décembre
Contrat coté	3 mois consécutifs de livraison
Unité de monnaie	VND
Prix étape	10VND/kg
Unité de livraison	N x 20 tonnes
Heure de transaction	14h:30 – 1h:00
Dépôt de garantie	Selon les règles proposées par la VNX
Limites de position	Pour le personnel: <= 5.000 lot d'achat net ou de vente nette Pour l'entreprise: <= 20.000 lot d'achat net ou de vente nette La VNX peut changer les limites de position selon la demande réelle
Lieu de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
Date de la première annonce	Premier jour ouvré du mois de livraison
Marge supplémentaire après le premier jour d'avis pour les investisseurs du spot contrat	Selon les renseignements de la VNX
Dernier jour de transaction	8 jours ouvrés avant le dernier jour ouvré du mois de livraison
Date de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
Mode de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
<b>CONTRAT VKC_XY</b>	
Unité du contrat	37.500 pounds/lot
Normes de qualité	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Poids des échantillons: 300 gr</li> <li>- Dans la limite de 9 à 23 fautes</li> <li>- Au moins 50% de grains de la taille de 15</li> <li>- Au maximum 5% de grains de la taille inférieure à 14</li> <li>- Humidité: 9% - 13%</li> </ul>
Mois de livraison	Mars, Mai, Juillet, Septembre, Décembre
Contrat coté	3 mois consécutifs de livraison
Unité de monnaie	VND
Prix étape	10VND/pound
Unité de livraison	N x 20 tonnes
Heure de transaction	14h:30 – 1h:00
Dépôt de garantie	Selon les règles proposées par la VNX
Limites de position	Pour le personnel: <= 5.000 lot d'achat net ou de vente nette Pour l'entreprise: <= 20.000 lot d'achat net ou de vente nette VNX peut changer les limites de position selon la demande réelle

Termes	Spécifications
Lieu de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
Date de la première annonce	Premier jour ouvré du mois de livraison
Marge supplémentaire après le premier jour d'avis pour les investisseurs du spot contrat	Selon les renseignements de la VNX
Dernier jour de transaction	8 jours ouvrés avant le dernier jour ouvré du mois de livraison
Date de livraison	Selon les règles proposées par la VNX
Mode de livraison	Selon les règles proposées par la VNX

*Tableau 10: Les spécifications des contrats à terme sur la VNX*

## 2.2.4. L'organisation de la négociation sur la VNX

– Le dépôt de garantie: Avant chaque session, la VNX publie sur son site, la marge initiale, la marge de maintenance, etc., comme base préalable aux opérations de trading. Le client règle ainsi son dépôt de garantie sur un compte bancaire désigné par un des membres de VNX. Dans la journée de travail suivant ( $T + 1$ ), ce dernier transmet cette information dans le système de trading de la VNX et transfère simultanément cette somme d'argent à la VNX (selon le règlement appliqué aux membres de la bourse). En se basant sur les sommes d'argent déposées par le client, la VNX établit quotidiennement la limite de position pour ses membres. A la différence de la BCEC, le client est autorisé à retirer de l'argent de son compte dit « de transaction », à condition qu'il maintienne la marge de maintenance.

– La fixation du prix: La VNX organise le trading des contrats futures au travers de son système de négociation, avec deux méthodes: en continu et au fixing. Cette dernière permet de déterminer le prix d'ouverture et le prix de clôture de chaque séance de transaction. Le prix est alors fixé au niveau où le volume de transaction est maximal.

– La fermeture obligatoire de la position: La VNX dispose du droit de demander à ses membres ou aux clients de ses membres de fermer leur position dans les cas suivants:

- ✓ Jusqu'au dernier jour du mois du contrat, s'ils n'annoncent pas leur intention de physiquement livrer ou recevoir la matière première.
- ✓ S'ils ne respectent pas les règlements concernant les dépôts de garantie et de maintenance.
- ✓ Si le nombre des contrats en vigueur est supérieur à la limite de position.
- ✓ Si l'Etat en fait la demande.

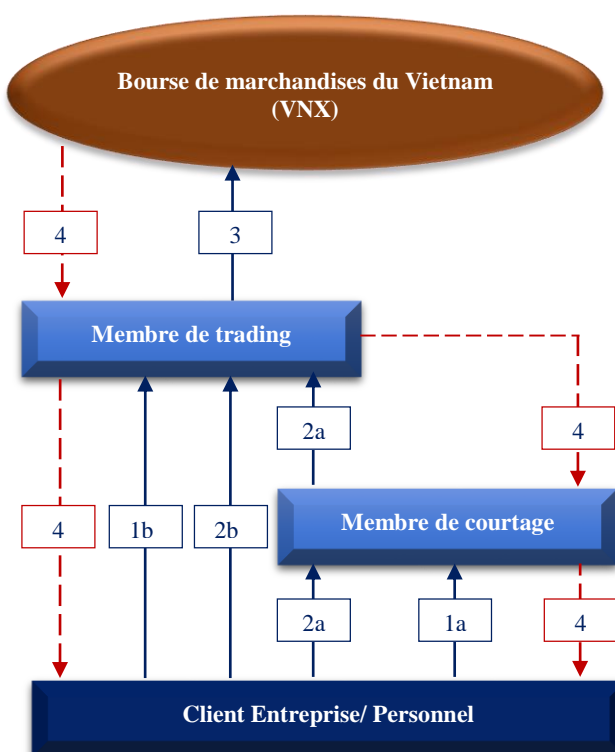
La VNX peut ainsi « forcer » la fermeture des positions détenues par les opérateurs dans le but de stabiliser le marché, où lorsque ces derniers ne respectent pas leurs obligations contractuelles. Les opérateurs dont la position est obligatoirement fermée ont l'obligation d'exécuter au meilleur prix du marché. Ils ne sont par ailleurs pas autorisés à ouvrir de nouvelles positions.

– Les frais: Les clients non membres doivent payer les frais afférant à l'activité de trading aux membres de la VNX qui, à leur tour, paient la VNX pour les ordres exécutés.

– Les procédures: la négociation de marchandises commence naturellement par l'ouverture de comptes auprès d'un membre de VNX ou d'un courtier.

Outre le compte de transaction<sup>26</sup>, le client doit ouvrir simultanément deux autres comptes: le compte du dépôt de garantie et le compte de paiement. Le client est obligé de déposer une somme d'argent en guise de dépôt de garantie. Le montant de celui-ci est fixé par la VNX en fonction de la situation réelle du marché mais est souvent égal à 5% de la valeur du contrat avec une marge de maintenance à 3% de la valeur du contrat. Les membres de trading et courtage déterminent sur cette base le montant du dépôt de garantie et celui de la marge de maintenance qui seront appliqués aux clients. Ils doivent être supérieurs au niveau minimal fixé par la VNX. Pendant la négociation sur la VNX, les membres de trading ou de courtage peuvent très classiquement demander un appel de marge au client au cas où son compte risquerait de supporter une perte, et donc d'être inférieur à la marge de maintenance. Si le client n'est pas capable de reconstituer l'intégralité de son dépôt initial ou honore trop tardivement ses engagements, les membres de trading et de courtage ont, à l'instar de VNX, le droit de fermer le compte du client et en informent simultanément la VNX.

**Graphique 23: Le processus de la négociation du café sur la VNX**



Concernant l'introduction et l'exécution des ordres sur la VNX, il revient au client de préciser le nom de la matière négociée ainsi que son code, le sens de l'opération à réaliser (l'achat ou la vente), la quantité du produit, le mois du contrat et le type de d'ordre<sup>27</sup>. Le client peut passer son ordre auprès du membre du courtage ou de trading de la VNX par téléphone<sup>28</sup>, par courriel, par fax ou directement sur place<sup>29</sup>. Il est toujours possible de modifier ou d'annuler des ordres déjà introduits au système de la VNX, à condition bien sûr que ceux-ci soient toujours en attente de confrontation dans le carnet d'ordre. Leur réussite est confirmée par une annonce de la part du système de la VNX. Suite à cela, la VNX envoie la confirmation de l'échange aux membres de trading concernés. Ces derniers sont responsables de l'information de leurs clients ou du membre du courtage.

A la fin de chaque séance de négociation, la VNX envoie toutes les informations relatives à l'opération de chaque opérateur au service de réception-livraison et au centre de compensation pour la liquidation des contrats. L'opérateur peut choisir la livraison physique du sous-jacent ou fermer sa position par l'ouverture d'une nouvelle position de sens contraire et ce, au minimum 5 jours avant le jour de livraison. Une position d'achat est « compensée » par une position de vente de la même marchandise avec la même quantité et la même date de livraison. La livraison physique est le transfert du droit de la propriété de marchandise de la part du vendeur à l'acheteur à l'échéance. Le vendeur à terme délivre le produit contre le

<sup>27</sup> Sur la VNX, il y a seulement les deux types d'ordre, à cours limité (limit order) et au marché (market order).

<sup>28</sup> La conversation est bien enregistrée et conservée pendant les deux mois au moins.

<sup>29</sup> Ces documents sont conservés pendant deux années. Ils sont considérés comme la preuve de l'opération.

paiement par l'acheteur au prix à terme convenu à l'origine. La livraison de marchandises et le paiement sont réalisés dans le cadre des règles de la VNX. Les clients ainsi que les membres de trading ou du courtage se doivent naturellement de les respecter.

La marchandise, avant d'être introduite à l'entrepôt, est vérifiée par une des organisations des inspections de la VNX. En cas de conformité de la qualité de marchandises aux exigences figurant dans le contrat standardisé de la VNX, le centre de la réception et livraison de marchandises accepte l'introduction de la marchandise à l'entrepôt, et colle le timbre de qualité sur la marchandise en question. Lors du processus de réception- livraison, les participants (les acheteurs, les représentants de la VNX) sont responsables de vérifier la marchandise une dernière fois. L'acheteur également peut demander à inspecter la matière première avant sa réception officielle, mais ceci n'a pas de valeur opérationnelle. Seul compte à cet égard l'accord entre le vendeur et la VNX sur la qualité de marchandise.

L'acheteur doit payer 1 jour avant l'échéance du contrat et, au plus tard, recevoir la marchandise à l'entrepôt de la VNX 1 jour après l'échéance. Le vendeur est obligé de déposer à l'entrepôt une quantité de matières premières d'une qualité conforme aux exigences du contrat, trois jours avant l'échéance. En cas du retard de dépôt de marchandise (de la part du vendeur), ou de paiement et/ou de la réception de marchandise (de la part de l'acheteur), des pénalités sont appliquées par la VNX afin de dédommager la contrepartie lésée. L'acheteur doit à titre d'exemple payer les frais de stockage lors d'un retard de réception. Le compte du dépôt de garantie peut également être bloqué, tout comme, bien que cela soit beaucoup plus rare, leurs positions en valeur.

### ***2.2.5. Les avantages de la VNX par rapport au BCEC***

*Premièrement*, la VNX offre des produits plus divers. Tandis que le BCEC offre des contrats au comptant et à terme sur le café Robusta, la VNX propose aux opérateurs certes uniquement des contrats à terme mais sur les deux types de café, Robusta et Arabica. L'opérateur peut également opter pour deux normes de qualité (locale et internationale), de telle sorte que quatre contrats à terme sont disponibles pour le café sur la VNX.

*Deuxièmement*, les règles définissant la valeur du dépôt de de garantie apparaissent plus souples: le BCEC donne un pourcentage de 10% (pour le contrat au comptant) 15% (pour le contrat à terme) et de la valeur de transaction tandis que la VNX demande aux opérateurs, 4,2 millions de VND pour un lot de 1000 kg du contrat VRC, 42 millions de VND pour un lot de 10.000 kg du contrat VLRC, 10 millions de VND pour un lot de 1.000 kg du contrat VIAC, 160 millions de VND pour un lot de 37.500 pounds du contrat VKC. Les marges de maintenance sont, par ordre de 4 millions de VND, 40 millions de VND, 7 millions de VND et 115 millions de VND.

*Troisièmement*, la VNX ne donne aucune règle relative à la fluctuation du prix tandis que le BCEC n'autorise le mouvement du prix que dans la limite de plus ou moins 4% du prix de référence moyen de la session précédente pour le contrat à terme, et de plus ou moins 10% pour le contrat au comptant.

*Quatrièmement*, les heures de transaction sur le BCEC et la VNX sont différentes. Le BCEC réalise des opérations au comptant de 9h à 11h et de 14h à 17h pour celles à terme, du lundi au vendredi. Les heures de transaction sur la VNX sont de 15h à 23h pour le VRC, de 15h à 23h30 pour le VLRC, de 14h30 à 1h pour le VIAC et le VKC, afin de favoriser la « synchronisation » des échanges avec ceux réalisés sur les places boursières de référence.



## II. L'ECHEC DE LA NEGOCIATION DU CAFE SUR LA BOURSE DE MARCHANDISES AU VIETNAM

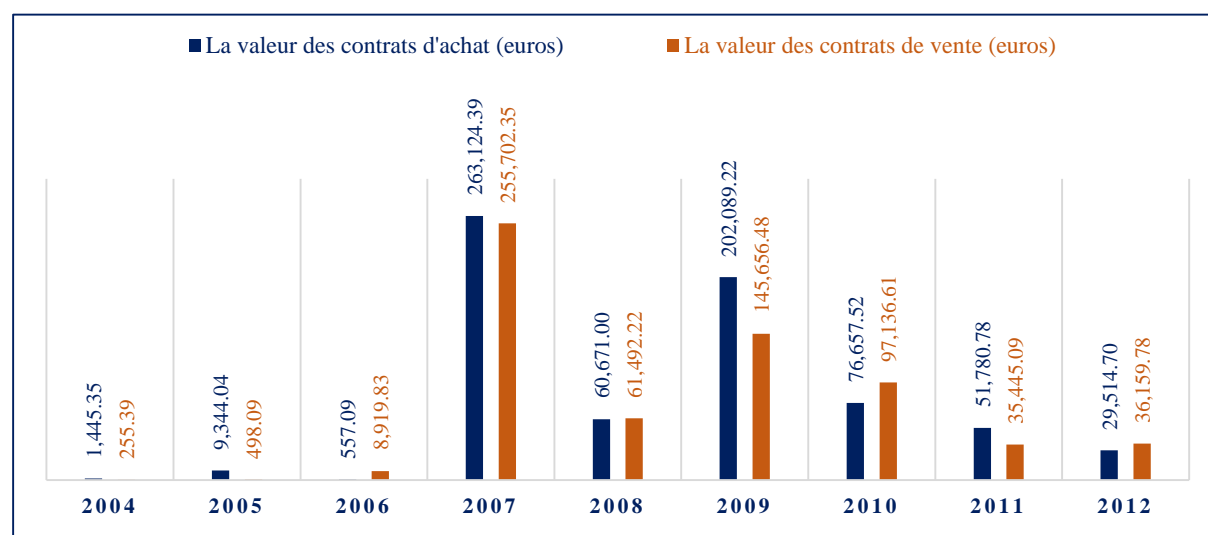
Un dépit d'une volonté du gouvernement de soutenir le développement des solutions de marché à des fins de gestion de risque et des avantages intrinsèques des commodity exchange, force est de constater que ni l'expérience du BCEC, ni celle de la VNX ne furent, pour le café réellement concluant.

### 1. Un bilan décevant

#### 1.1. Une activité réduite des banques commerciales sur les matières premières

Les banques commerciales vietnamiennes proposent la totalité des types de produits dérivés (swaps, futures et options) sur une diversité de risques, allant du risque de taux et de change au risque de prix sur matières premières. Elle a, pour cela, à sa disposition l'ensemble des contrats futures sur le café, le pétrole, le caoutchouc, disponibles notamment sur la VNX. En dépit de cela et de la forte exposition de l'économie vietnamienne à ce dernier type de risque, les opérations sur les matières premières ne représentent qu'une faible partie des revenus bancaires, en constante diminution depuis 2009. Si l'on prend l'exemple de Techcombank, les valeurs des contrats d'achat et de vente à terme sont de 33.234 et 5.874 millions de VND (soit environ 1,36 millions et 240 milles d'euro) pour 2004. Ce chiffre est multiplié par 6,5 pour les contrats d'achat et par 2 pour les contrats de vente en 2005. En 2007, la banque réalise ses meilleurs résultats sur produits dérivés avec 6.051.861 et 5.881.154 millions de VND pour les contrats d'achat et de vente (environ 247 et 240 millions d'euros). Depuis la crise financière mondiale de 2008 cependant, la valeur de ces opérations connaît une chute considérable.

*Graphique 24: La valeur des contrats d'achat et de vente à terme à Techcombank*



Source: Les rapports annuels de Techcombank (de 2007 à 2012)

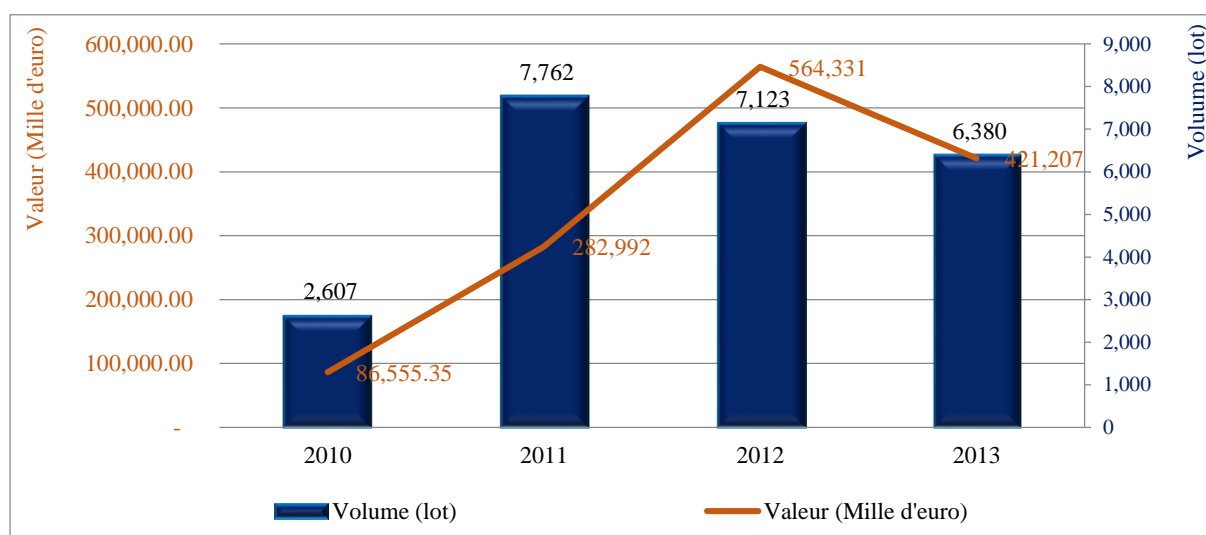
Une deuxième illustration peut être trouvée en regardant cette fois non seulement la valeur notionnelle des contrats traités, mais également les profits qui découlent de cette activité pour PBBANK, une banque vietnamienne de taille moyenne.

Année	Produits agricoles (CBOT)	Produits non ferreux(LME)	Coton (NYBOT)	Robusta	Arabica	Totalité
-------	---------------------------	---------------------------	---------------	---------	---------	----------

	Année	Produits agricoles (CBOT)	Produits non ferreux(LME)	Coton (NYBOT)	Robusta	Arabica	Totalité
Valeur	2010	87.228	795.795	1.107.750	-	-	1.990.773
	2011	1.025.664	4.457.489	1.025.664	-	-	6.508.817
	2012	7.596.521	2.238.503	3.144.588	-	-	12.979.612
	2013	6.256	30	9.681.474			9.687.760
Profit	2010	8	160	246	544.415	26.669	571.498
	2011	716	444	182	-	-	1.324
	2012	377	233	734	-	-	1.344
	2013	907	86	1.370	61	3	1.194

Unité: Million VND

Source: Les documents intérieurs de PGBANK

**Tableau 11: Le résultat d'exécution du contrat à terme sur les marchandises à PGBANK****Graphique 25: Le volume et la valeur des opérations dérivées exécutées par PGBANK pendant la période de 2010-2013**

Source: Les documents intérieurs de PGBANK

Comme en témoigne le tableau et le graphique ci-dessus, le profit dégagé par cette banque sur l'activité matières premières est en net repli depuis 2012, après une forte hausse sur les années précédentes. On conviendra cependant aisément que de nombreux autres facteurs (macroéconomiques, réglementaires) pourraient être avancés pour expliquer ce retrait et que l'illustration n'as pas valeur d'explication. Un regard porté sur les volumes d'activité des bourses de marchandises vietnamiennes confirme cependant que les produits dérivés sur matières premières peinent à s'imposer au Vietnam, et notamment pour la filière café.

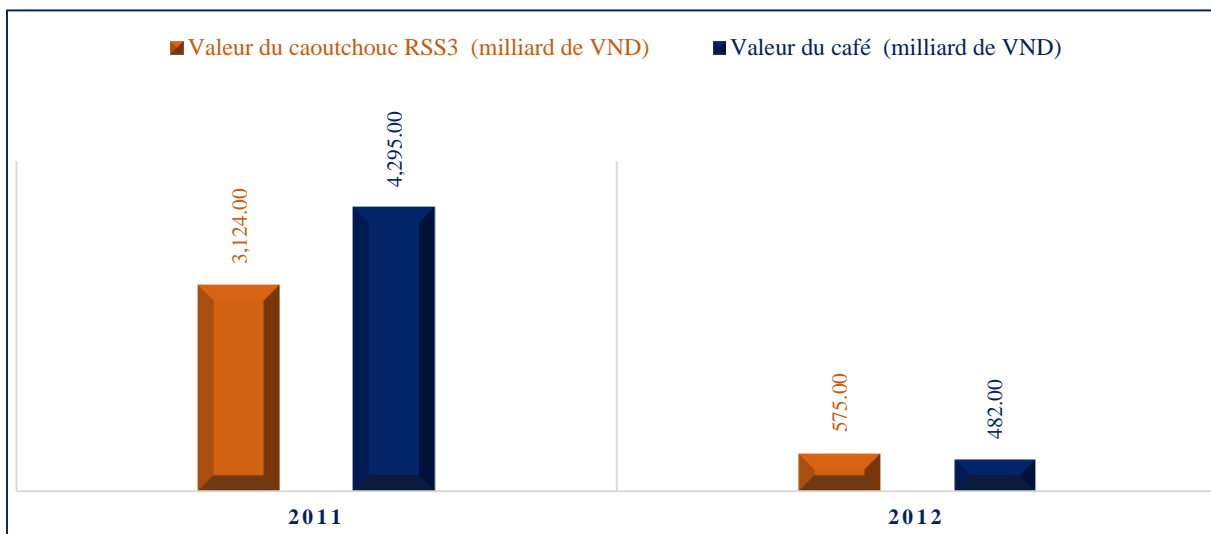
## 1.2. L'arrêt du BCEC et de la VNX

La VNX a commencé ses premières activités à partir du 1er Avril 2011 et a fermé en août 2012, officiellement de façon temporaire et en raison d'un incident sur le système informatique<sup>30</sup>. Si l'on regarde l'évolution des volumes de transaction cependant, il apparaît assez clairement qu'elle fut victime d'un assèchement très net de liquidité, signe patent d'une désaffection des opérateurs.

<sup>30</sup> Il n'y a aucune information officielle sur la réouverture de la VNX

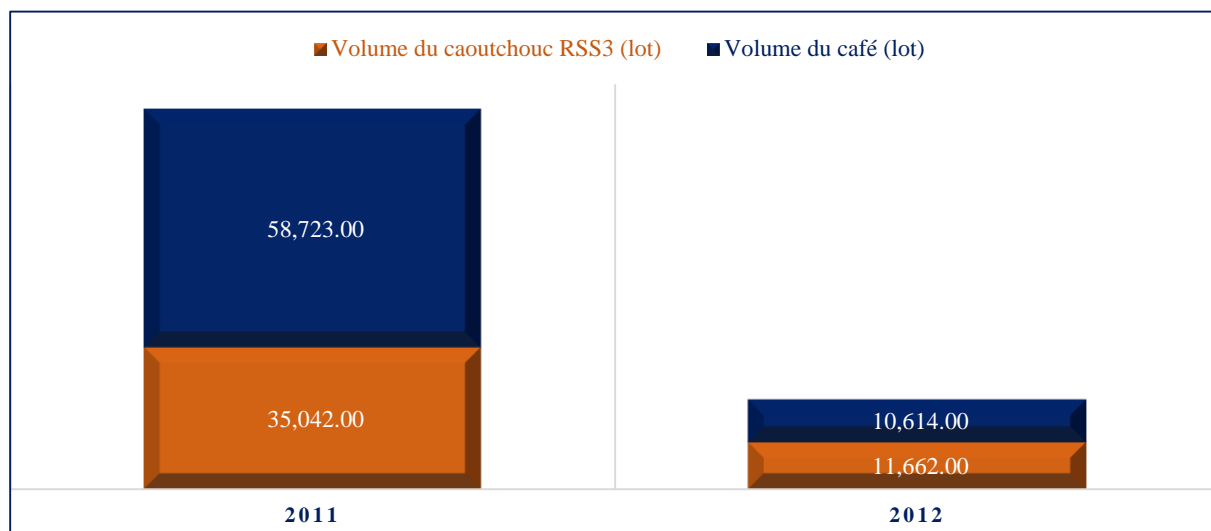
Sur la VNX, seuls des trades sur le café Arabica et Robusta et sur le caoutchouc furent opérés. L'acier n'est pas encore négocié. Jusqu'au mois de Juin 2012, il y avait 20 membres dont 18 membres de courtage et environ 2.000 comptes ouverts sur la VNX. Étant principalement des particuliers, les opérateurs y participaient dans le but de chercher à comprendre le nouveau système sans implication forte. La liquidité est alors faible. Le montant total des transactions est de 1.057 milliards de VND (environ 43 millions d'euro) pendant les six premiers mois de l'année 2012, dont 482 milliards de VND pour le café. Le volume de transactions est de 22.276 lots dont 10.641 lots du café. A titre de comparaison, la valeur et le volume de transaction étaient en 2011 de 7.419 milliards de VND (environ 302 millions d'euros) et 93.765 lots.

**Graphique 27: La valeur des opérations sur la VNX en 2011 et en 2012**



Source: Le rapport de la VNX envoyé au MOIT

**Graphique 26: Le volume des opérations sur la VNX en 2011 et en 2012**

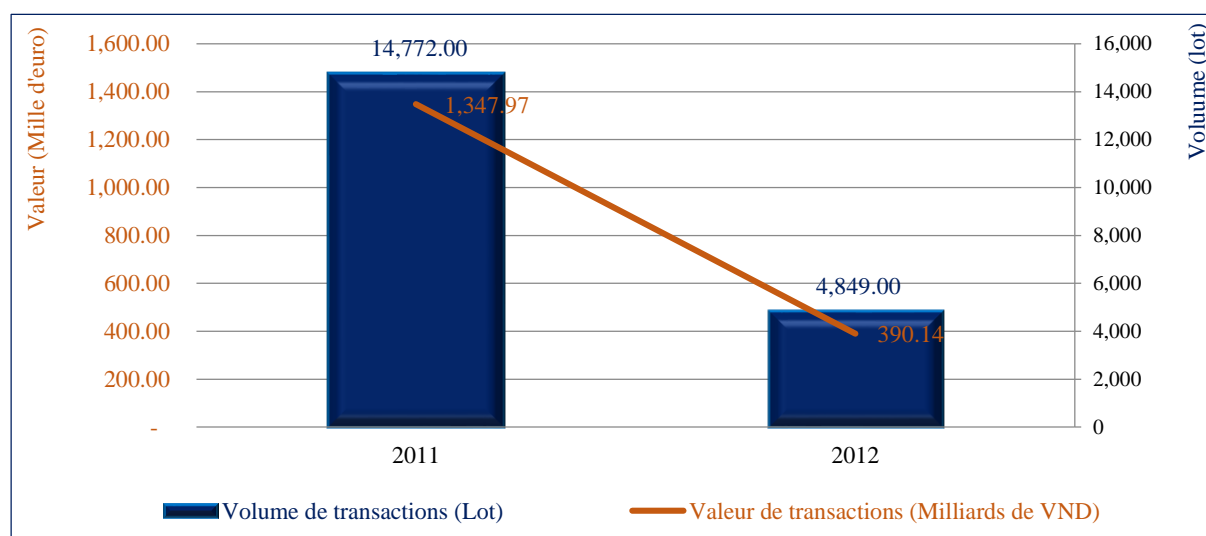


Source: Le rapport de la VNX envoyé au MOIT

Ce qui vaut pour la VNX vaut également pour le BCEC. Fermé temporairement en 2012 afin de muter en commodity exchange, le BCEC aura réussi, en cinq ans, et au travers de 12 conférences sur la présentation du centre et sur l'exécution des opérations, et 18 rencontres

directes avec les agriculteurs, les entreprises et les investisseurs, à comptabiliser 90 membres: 23 membres de trading, 4 membres de courtage et 63 membres de vente. Il aura également réussi à organiser 15 formations réservées au personnel du centre ainsi qu'à ses opérateurs actuels et futurs et a pu, en coopération avec l'Université d'économie de Hô-Chi-Minh-Ville, établir une bourse virtuelle de marchandises réservée aux étudiants en Novembre 2011. Le BCEC a par ailleurs promulgué et signé des accords de coopération dans le but de trouver du soutien en termes d'activités professionnelles, d'expériences, d'expertises, d'informations, de formations, etc. venant de la part de la bourse des valeurs immobilières de Hanoi, de la société NextVIEW (Singapour), de l'institution des politiques et stratégies (Ministère de l'Agriculture et du Développement rural du Vietnam), du Centre de la technologie informatique et du commerce (Ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam), etc. Pourtant, au-delà de ces succès relatifs, le BCEC ne semble pas avoir réussi à convaincre. Qu'il s'agisse du volume et ou de la valeur des transactions BCEC, les chiffres demeurent très faibles. La valeur des opérations du café Robusta sur le BCEC est de 1.347,97 milliards de VND (environ 55 millions d'euros) en 2011. En 2012, ce chiffre baisse au niveau de 390,14 milliards de VND (soit 16 millions d'euros). Le volume de transaction est de 14.772 lots en 2011 et 4.849 lots en 2012. Selon les statistiques du Ministère de l'Industrie et du Commerce au niveau de la province de Daklak, environ 1.000 tonnes de café sont négociées sur le BCEC durant la saison 2011-2012, ce qui représente seulement 1/200 de la production totale de la province. Cette quantité équivaut seulement à celle d'un agent de collecte du café. Chaque jour, il n'y a que quelque dizaine d'ordre d'achat et/ou de vente sur l'écran du BCEC, principalement des transactions entre les entreprises vietnamiennes et les clients étrangers. Les chiffres ne sont guère plus favorables sur l'activité physique d'entreposage et de traitement du BCEC.

**Graphique 28: La valeur et le volume du café négocié sur le BCEC en 2011 et en 2012**



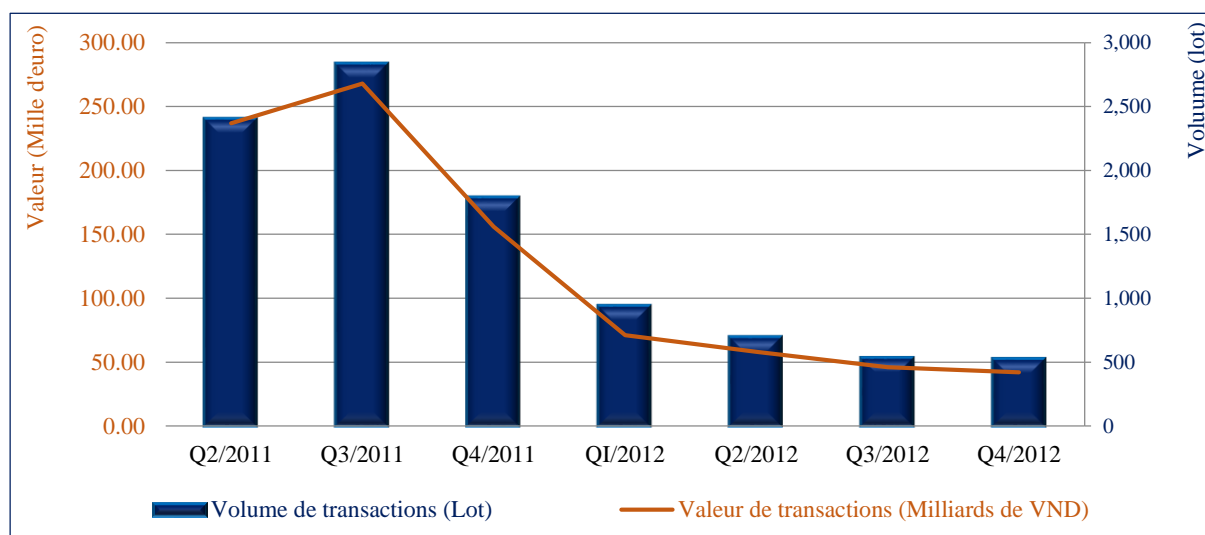
Source: Le rapport du BCEC envoyé au MOIT

Durant la saison 2008 – 2009, les membres ont déposé 18 fois du café dans l'entrepôt du centre avec une quantité de 407 tonnes dont 93 tonnes sont négociées par la confrontation des ordres, 12 tonnes par l'accord direct entre l'acheteur et le vendeur et 302 tonnes en stockage. Durant la saison suivante 2009 – 2010, les membres ont déposé 43 fois du café dans l'entrepôt du centre soit 641 tonnes dont 943 tonnes (y compris 302 tonnes stockées en saison 2008 – 2009) sont négociées par la confrontation des ordres sur le BCEC. L'année suivante, ces chiffres chutent vertigineusement: les membres ont déposé 24 fois du café pour un poids de 137 tonnes dont 111 tonnes négociées par un accord direct entre l'acheteur et le vendeur et 26 tonnes en stockage. Les premiers mois de 2012 furent cependant plus encourageants avec

un nombre constant d'entreposage, mais une quantité en légère hausse à 137 tonnes dont 108 tonnes négociées en direct, et 29 tonnes en stockage.

En ce qui concerne les opérations à terme, elles sont exécutées pour la première fois, le 11 Mars 2011. Après plus d'un an, elles obtiennent les résultats présentés dans le graphique ci-dessus. On peut voir qu'en 2011, sont négociés à terme sur le BCEC, 7.033 lots du café (14.066 tonnes) dont 2.836 lots au troisième trimestre. Leur valeur notionnelle est alors de 661 milliards de VND (27 millions d'euros) et de 268 milliards de VND (environ 11 millions d'euros) au troisième trimestre. Le résultat diminue un peu en 2012 avec 217 milliards de VND et 2.727 lots du café. Selon des sources confidentielles et bien informées, aucun producteur/exportateur ou investisseur vietnamien de café ne participait en réalité aux opérations à terme. Ce sont les membres de courtage qui exécutaient alors ces opérations dans le but de créer la liquidité du marché et, par conséquent, d'encourager la participation des producteurs/exportateurs, en vain.

**Graphique 29: La valeur et le volume des opérations à terme sur le BCEC à partir du 2ème trimestre 2011 jusqu'au 2ème trimestre 2012**



Source: Le rapport du BCEC envoyé au MOIT

A partir de l'année 2013, le BCEC est temporairement fermé pour travaux de transformation du centre en bourse de marchandises selon les règlements du Décret No. 158/2006/ND-CP daté le 28 Décembre 2006 du Gouvernement, détaillant des règles de la Loi commerciale sur des activités d'achat et de vente sur la bourse de marchandises, sous la direction du Comité populaire de Daklak et des ministères concernés.

La VNX est donc fermée temporairement et le BCEC l'est aussi, tandis que l'INFO Commodity Exchange qui devait ouvrir en 2014 ne semble pas encore fonctionner aujourd'hui. La naissance et le développement de la VNX et du BCEC ont des aspects positifs mais également négatifs. C'est la première fois que des producteurs vietnamiens, surtout des agriculteurs, ont eu l'opportunité de s'approcher d'un modèle moderne de commercialisation. Le centre et la bourse ont créé une place commerciale où les producteurs pouvaient se servir d'outils de gestion de couverture des risques et optimiser leur stratégie de stockage, tandis que les investisseurs pouvaient spéculer sur une classe d'actifs différente des classes d'actifs traditionnelles avec l'existence d'un effet de levier. Ces bourses avaient également pour intérêt de favoriser la diffusion d'informations importantes pour la production et la commercialisation du café, sur l'offre, la demande, les prix, etc.

Ceci n'empêcha pourtant pas un faible volume de transaction, et un manque de participation des opérateurs. Il n'existe donc aucune « vraie » bourse de marchandises au Vietnam. L'Inde – économie agricole ayant des similarités avec le Vietnam, a pourtant connu des succès dans l'ouverture de bourses de marchandises dans les années 1990. Pour le secteur du café, ce pays a notamment réussi à fonder la bourse COFEI (The Coffee Futures Exchange India). Comment, dès lors, comprendre l'échec des expériences de VNX et du BCEC ?

## **2. Les raisons d'un échec**

Il importe avant tout de chose de rappeler, à l'instar de Hosseini-Yekani *et al* (2009), que nombreux sont lesancements de contrats à terme qui se conclurent par un échec. Seulement moins d'un tiers des contrats lancés dans le monde rencontre le succès. On peut, pour s'en convaincre, prendre l'exemple très récent du contrat sur le lait en poudre lancé sur Euronext qui fut suspendu en 2015, une année seulement après son lancement. Plusieurs raisons peuvent alors être avancées pour expliquer un tel constat. Dans certains cas, les bourses de marchandises ne réussissent pas tout simplement parce que leur environnement (institutionnel, juridique, fiscal et financier notamment) ne rend pas leurs activités suffisamment rentables. La seconde raison, tout aussi fondamentale, tient à l'incapacité de maintenir durablement un équilibre offre et demande, conduisant à un prix à terme, soit trop haut, soit trop bas et, en cela, insatisfaisant soit pour les producteurs, soit les utilisateurs. Ceci explique pourquoi la spéculation doit être encouragée, certes pour favoriser la liquidité du marché, mais également pour corriger cette asymétrie du hedging. Bollman *et al.* (2003) montrent, sur la base d'une enquête auprès des participants de la filière américaine des engrais, que l'échec du contrat à terme sur le phosphate diammonique lancé aux Etats-Unis dans les années 1990 peut en particulier s'expliquer la désaffectation progressive des spéculateurs.

Nous avons cherché, dans le cadre de ce travail doctoral, à établir une enquête similaire auprès des acteurs de la filière café au Vietnam, afin de connaître avec précision les raisons de leur non-participation au VNX ou BCEC. Les réticences fortes des entreprises à y répondre ne nous ont pas permis d'obtenir des résultats suffisamment significatifs pour être exploités scientifiquement. Nous nous contentons donc de suggérer, sur la base de notre connaissance de la filière, quelques raisons pouvant expliquer les échecs de ces deux marchés.

### **2.1. Le poids des habitudes commerciales en question**

Les agriculteurs vietnamiens, à 80% des producteurs individuels rappelons-le, ont une forte tradition de vente directe aux commerçants ou aux agents de collecte du café. Ce mode de commercialisation présente des inconvénients majeurs, mais la proximité relationnelle existant entre ces deux types d'agent justifie en large partie son maintien. Par ailleurs, face à n'importe quelle difficulté relative notamment aux dépenses d'engrais et de pesticides, etc. les agriculteurs peuvent emprunter auprès de ces mêmes agents qui disposent de la capacité financière pour le faire et ce, rapidement et sans procédure administrative complexe, ce qui, au Vietnam, représente un avantage considérable par rapport aux banques commerciales. Cette vente traditionnelle n'implique par ailleurs pas ou peu de contraintes sur la qualité délivrée (la seule conséquence étant un effet prix, la vente se faisant de toute façon) ce qui n'est bien sûr pas le cas lors d'une négociation sur la bourse de marchandises. Comme nous l'avons précisé dans le cadre de l'introduction, au niveau actuel de la technologie de production et des espaces de séchage, la « stabilisation » de la qualité du café vers un niveau standard est une gageure.

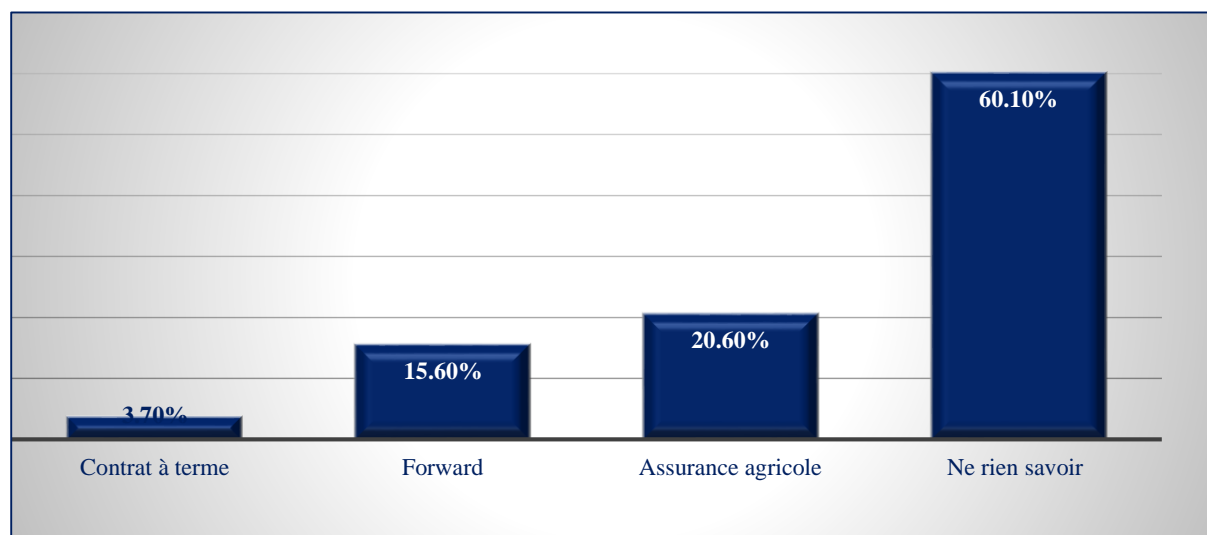


D'autre part, les agriculteurs sont habitués à vendre leur café dès la saison agricole, tandis que la procédure de vente est plus complexe sur le BCEC. Ils doivent transporter le café aux entrepôts du BCEC et attendre la vérification de la qualité du café. Après que les certificats de réception et de qualité du café sont délivrés, ils doivent encore attendre la confrontation des ordres. De plus, sur le plan économique, ils doivent payer les frais de transport (de 120.000 VND/tonne en général) et les frais de stockage avant que le café ne soit vendu. En ce qui concerne les sociétés de production et/ou d'exportation, elles ne participent pas activement aux opérations sur les bourses de marchandises du Vietnam pour plusieurs raisons dont la principale se trouve dans le fait qu'elles disposent d'un réseau de collecte qui existe depuis longtemps. Celui-ci leur permet d'avoir assez de café même s'ils ne négocient pas sur la bourse de marchandises. Leur poids économique, conjugué au nombre élevé de petits producteurs, leur confèrent un pouvoir de négociation suffisamment important pour dégager des marges commerciales convenables et leur éviter, ainsi, de devoir se couvrir de façon très technique.

L'accès à une bourse n'est en outre pas possible pour tous les opérateurs. Ceci impose en effet de répondre à des exigences strictes, et de supporter des frais parfois élevés qui, en pratique, ne se résument pas uniquement aux frais de transactions. Le suivi des ordres sur un marché futur impose que l'entreprise, même si elle dispose des services d'un courtier, se dote elle-même de logiciels d'accès aux données de marché, et ce en continu, dont le coût peut-être considérable. La mise en œuvre d'une stratégie de hedge impose en outre de disposer d'une ressource humaine suffisamment formée tant aux techniques financières qu'au traitement des conséquences juridiques, fiscales et comptables de celle-ci.

## 2.2. Une expérience insuffisante de la négociation sur les bourses de marchandises au Vietnam

*Graphique 30: La connaissance des producteurs agricoles sur les instruments de la gestion des risques du prix*



Source : L'enquête de l'Université d'économie de HoChiMinh en 2008-2009

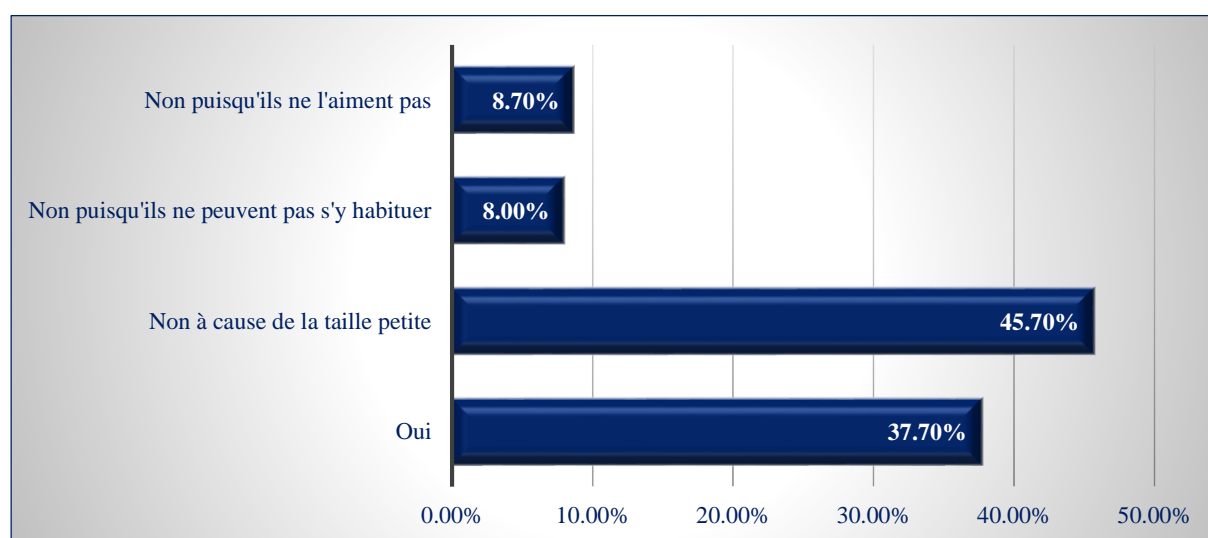
La bourse de marchandises est un nouveau concept au Vietnam, même pour les organisateurs du marché. Les faibles volumes observés sur la plupart des bourses des marchandises viennent aussi du fait que les intervenants ne connaissent pas très bien les activités ainsi que les mécanismes du fonctionnement d'une bourse de marchandises. Les termes « contrat à terme » ou « produits dérivés », sont considérés comme de « nouveaux mots » par les producteurs vietnamiens. Ainsi, selon une enquête de l'Université d'économie

de Hô-Chi-Minh-Ville réalisée en 2008 – 2009 et portant sur la connaissance des producteurs agricoles des outils de gestion du risque du prix des produits, 60.1% des personnes interrogées reconnaissaient ne rien savoir dans ce domaine, et seules 3,7% d'entre elles connaissaient la notion de contrat à terme. Il ne fait aucun doute, de ce point de vue, que le manque de compréhension des mécanismes de la négociation à terme est une des raisons principales pour la faible participation des opérateurs (Bollman *et al*, 2003).

La bourse vietnamienne des marchandises s'est développée sur la base d'un marché de gros dont les membres principaux sont des agriculteurs. Ils ne maîtrisent pas tous très bien l'environnement des technologies de l'information et des télécommunications, alors qu'il est le vecteur principal de la négociation en bourse. Dans le domaine financier, cette méconnaissance est encore plus prégnante, ce qui explique une réticence naturelle, voire salutaire, à ne pas s'engager dans ce nouveau mode de gestion des risques. Seulement 37.7% des producteurs interrogés dans le cadre de cette enquête déclarent ainsi vouloir essayer la négociation sur la bourse de marchandises.

Il semble difficile par ailleurs d'imaginer que les producteurs puissent à court-terme internaliser cette compétence par le recrutement de personnes rompues à ces techniques. Il n'y a que peu des gestionnaires vietnamiens bien formés aux techniques informatiques, aux systèmes d'information et aux outils de gestion, et ceux-ci semblent être davantage attirés par le secteur bancaire ou détrimment du secteur productif. Le Vietnam ne dispose en outre pas de beaucoup de formations professionnelles sur la négociation en bourse, comme c'est souvent le cas dans les pays développés. Le BCEC ou la VNX ou les banques commerciales organisent certes des conférences dans le but d'encourager les entreprises d'exportation à se servir des produits dérivés pour se protéger, mais celles-ci n'approfondissent pas les techniques permettant de les utiliser. Lors d'un entretien avec un journaliste, M. Vo Thanh Chau – vice-directeur du BCEC- avouait que le personnel du centre et les clients n'ont pas suffisamment des connaissances sur la bourse de matières premières. Faute de compréhension de ces outils financiers, les investisseurs ne sont pas capables d'analyser et comprendre avec précision l'influence des mouvements du cours du café sur la rentabilité de leur opération de couverture, éléments que nous évoquerons dans le dernier chapitre de ce travail.

**Graphique 31: L'intention des producteurs agricoles de participer à la bourse de marchandises**



Source : L'enquête de l'Université d'économie de HoChiMinh en 2008-2009

### 2.3. Les inconvénients du système législatif Vietnamien

Suite à la naissance des bourses de matières premières, le Vietnam a établi des règlements ayant pour objectif de créer un cadre législatif favorable permettant leur développement. La promulgation de ces règlements constitue un grand pas du Gouvernement dans sa stratégie de s'approcher des processus de développement de l'économie et de la finance mondiale, tout en s'adaptant besoins de la production et de l'investissement du pays. Le manque de pratique dans ce domaine a cependant créé un certain nombre de blocages juridiques.

Il y a actuellement trois documents législatifs officiels concernant les transactions sur les bourses de matières premières: la Loi commerciale No. 36/2005/QH11, le Décret No. 158/2006/ND-CP daté du 28 Décembre et détaillant les règles de la loi commerciale sur les activités d'achat et de vente sur ces bourses et la Circulaire No.03/2009/TT-BCT du Ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam donnant des règles relatives à la création de tels bourses

### ***2.3.1. Le retard des textes juridiques***

Bien que la première bourse de marchandises fût créée en 2002, les règlements définissant les mécanismes de négociation ne furent introduits que dans la Loi du commerce de 2005. Le Vietnam a donc dû attendre 4 ans à partir de la première règle du Gouvernement afin d'avoir un cadre législatif assez complet régissant le fonctionnement de la bourse de marchandises. Ceci ne pouvait naturellement que fragiliser le développement de ces commodity exchanges.

### ***2.3.2. Les inconvénients des articles relatifs au trading***

Il est facile de reconnaître certaines erreurs ou imprécisions, au sein des textes susmentionnés, sur la description détaillée des caractéristiques d'une bourse de matières premières. Les principes de fonctionnement ainsi que la structure d'organisation d'une bourse de marchandises ne sont pas encore clairs ou conformes à la réalité économique et financière d'un marché à terme organisés.

– La définition d'une bourse de marchandises n'est pas abordée dans la Loi commerciale de 2005, mais dans le Décret, selon lequel cette bourse est une entité juridique qui est créée et fonctionne sous la forme d'une société à responsabilité limitée ou société par action<sup>31</sup>. Ce texte porte donc uniquement sur le statut et la forme juridique d'une bourse de marchandises sans parler de ses caractéristiques intrinsèques. On comprend donc que, comme toutes les autres entités commerciales, la bourse de marchandises est organisée et gérée selon la Loi de l'Entreprise sans qu'il n'y ait de règlements ou de dispositions particulières prenant acte de ses spécificités. Etant une personne morale, la bourse s'organise sous forme d'une société indépendante, disposant d'une autonomie ou d'une indépendance financière et ayant pour but de faire des bénéfices. L'Etat du Vietnam n'intervient donc pas sur les activités de celle-ci et, s'il participe à son capital, il ne le fait qu'en étant un investisseur en théorie comme les autres. De ce point de vue, l'approche développée est conforme aux réalités des bourses dans le monde, mais, porté dans un contexte vietnamien où une défiance/méconnaissance subsiste à l'égard des activités pures de marché, la participation active et approfondie de l'Etat pourrait être un facteur de confiance.

– Selon le Décret No. 158/2006/ND-CP, le centre de paiement et le centre de réception – livraison de marchandises (la chambre de compensation) sont indispensables sur la bourse de marchandises. L'article 26 du Décret indique que le centre de paiement est un organisme

<sup>31</sup> Article 6 - Le Décret No. 158/2006/ND-CP.

responsable de fournir des services de règlements sur la bourse. Il peut être créé par la bourse ou une organisation de crédit qui s'occupe de cette fonction. Il doit fonctionner de façon indépendante avec les membres de la bourse. Ses obligations et ses droits sont listés dans les articles 27 et 28 du Décret. Le statut juridique du centre de compensation n'est cependant pas abordé et il manque des règles précises pour définir son fonctionnement. Les règles de détermination du prix quotidien et le niveau des appels de marge ne sont notamment pas décrits de façon détaillée et concrète.

La dénomination juridique du contrat est aussi un problème (Nguyễn Thị Yên, 2007). La Loi actuelle du Vietnam se trompe sur les notions de contrat forward et de contrat future dénommés sous un même vocable alors que leurs ambitions sont, au final, radicalement différentes. Un marché future doit être construit de telle sorte que la livraison physique soit techniquement possible pour assurer la convergence des prix, mais peu encouragée afin que les opérateurs compensent leur position et créent de la liquidité. Un forward repose bien, également, sur un mécanisme de prix à terme, mais il vise systématiquement la livraison physique. La loi ne reconnaît pourtant que deux types de contrats négociés sur la bourse: l'option et le contrat forward.

On observe en outre que la loi commerciale 2005 présente quelques dispositions portant sur les membres de courtage, mais ne définit guère, dans ses statuts et responsabilités, le membre de trading alors qu'il joue un rôle considérable dans l'organisation et le fonctionnement d'une bourse de matières premières. Remarquons enfin que les règles concernant les droits et les obligations des membres trading et des membres de courtage ne sont pas claires et strictes, ouvrant – potentiellement – dès lors la porte à des abus des règles du droit à des fins personnelles.

#### **2.4. Une relative inactivité des banques commerciales du Vietnam**

Une des grandes difficultés auxquelles les banques commerciales du Vietnam font face tient au fait que le niveau du développement n'est pas encore élevé et que les services offerts sont limités en termes de diversité. Une banque voulant introduire des produits dérivés dans son offre commerciale est obligée de fournir des informations détaillées sur le service, l'évaluation du produit, des solutions contre les risques, etc. Ce travail dépend beaucoup du niveau du personnel, de sa performance et, une fois encore, de sa compréhension approfondie sur les techniques utilisant les produits dérivés. Sans experts, les banques ne peuvent pas exploiter ce service et font souvent appel à des spécialistes étrangers. Ces derniers ont pour mission de les aider à « dessiner » le produit et à rédiger les documents commerciaux et juridiques d'information sur le mode d'utilisation de ce produit, ses avantages comme ses limites, etc. Ceci n'est pas sans coût ce qui, dans un contexte où la demande pour de tels produits n'est pas toujours présente, limite légitimement l'incitation des banques vietnamiennes à proposer de telles offres. Les services traditionnels bancaires se caractérisent quant à eux par la simplicité d'utilisation et génèrent un niveau a priori suffisant de produit net bancaire.

L'inactivité des banques commerciales s'explique également par les inconvénients évoqués précédemment du système juridique relatif à la négociation sur les bourses de matières premières. Il demeure insuffisant et largement en retrait par rapport au développement des marchés des capitaux du Vietnam. Plusieurs banques commerciales ont été ainsi confrontées à de litiges juridiques sur lesquels la loi ne semble pas devoir donner de réponses.

## 2.5. Les inconvénients intrinsèques des bourses du café du Vietnam

Les règles de fonctionnement du BCEC ou de la VNX ont été basés sur les expériences tirées des bourses internationales et de de la bourse des valeurs mobilières de Hô-Chi-Minh-Ville, sans trop tenir compte de la situation réelle de la production et du commerce de matières premières du pays. Comme nous l'avons vu, les agriculteurs sont notamment obligés de disposer d'au moins 3 hectares de culture du café s'ils veulent participer à la négociation sur ces bourses, ce qui, en pratique, exclut 90% d'entre eux.

D'autre part, il n'est pas facile de consulter des informations relatives à la négociation sur ces différentes bourses. Les sites du BCEC et de la VNX sont incomplets et l'infrastructure technique des bourses du Vietnam n'est pas encore assez performante, avec des problèmes récurrents d'accessibilité à leur site.

En outre, la stratégie marketing du BCEC semble avant tout cibler les producteurs plutôt que les négociants. Une compréhension historique de ce qui a fondé les bourses de matières premières les plus importantes au monde montre pourtant que ce sont bien ces négociants, ou traders physiques, qui retirent le plus d'avantages d'un marché organisé à terme. En l'absence d'une proportion importante de cette catégorie d'acteurs au sein d'une filière donnée, il y a fort à parier que la bourse ne peut réellement se développer. Il en va de même pour les spéculateurs qui sont une des conditions sine qua non de la pérennité de ces marchés. Ceci implique, d'un point de vue opérationnel, que le contrat à terme soit aussi « construit » pour répondre aux attentes de ces deux catégories d'acteurs et pas uniquement, comme cela semble être le cas au Vietnam, en priorité à celles des producteurs ou exportateurs

Dans cette structuration des contrats à terme du BCEC et de la VNX, deux problèmes semblent devoir être signalés. L'absence d'une diversité de points de livraison est le premier d'entre eux. Le BCEC a un seul lieu de livraison situé à BuonMaThuot, tandis que le lieu de livraison de la VNX se trouve à Hô-Chi-Minh-Ville. Le deuxième problème touche à l'inverse à la multitude des qualités éligibles et des mois de livraison, ce qui favorise naturellement la livraison physique du café et pousse les spéculateurs à sortir du marché (ou à ne pas y entrer).

Enfin, il apparaît clairement que le facteur indispensable pour l'existence et le développement d'une bourse de marchandises est la synergie entre tous les services parmi lesquels la compensation joue un rôle très important. Cette activité, aujourd'hui, n'intéresse pas les banques commerciales du Vietnam. La réduction du risque de contrepartie qui est un élément fondamental du recours à un marché organisé n'est en cela pas pleinement garantie.

## **PARTIE 2 – LE DEVELOPPEMENT DE LA COUVERTURE DES RISQUES DU CAFE A TRAVERS DE LA NEGOCIATION SUR LES COMMODITY EXCHANGES DU VIETNAM**

### **CHAPITRE 3 – REPENSER LA NEGOCIATION SUR LES BOURSES DE MARCHANDISES NATIONALES**

#### **I. LE PLAN DU DEVELOPPEMENT DE LA NEGOCIATION SUR LA BOURSE DE MARCHANDISES AU VIETNAM**

##### **1. Vers une réorganisation des bourses existantes de marchandises**

Avec le processus d'intégration économique internationale, le marché des produits agricoles du Vietnam est devenu une partie inséparable du marché agricole mondial. Par conséquent, il est indispensable de développer la bourse de marchandises au Vietnam afin de diversifier les formes de commercialisation du produit et, en cela, de renforcer l'efficacité des processus productifs. La bourse de marchandises doit assurer ses missions et fonctions, selon lesquelles elle favorise le développement durable du marché des produits agricoles, augmente le chiffre d'affaires des entreprises, renforce la compétitivité des produits agricoles sur le marché mondial et le développement rapide et durable de l'économie nationale.

Au début des années 1990, les premières bourses de marchandises étaient fondées en Chine. Le 28/02/1993, la bourse de matières premières de Dalian (Dalian commodity exchange – DCE) était fondée. Il s'agit désormais de la plus grande bourse de produits agricoles de Chine, et la troisième plus importante au monde en volume de contrats traités. Au mois de Décembre 1990, le marché en gros de céréales à Zhengzhou (Zhengzhou Grain wholesale market – ZGWM) était également créé selon le modèle du CBOT. Il s'agit d'un marché de gré à gré sous la direction de l'Etat. Après 3 ans, la bourse chinoise de marchandises de Zhengzhou était créée (China Zhengzhou commodity exchange – CZCE) en se basant sur les activités de ce marché de gros. Des opérations à terme deviennent possibles et, en 1998, elle est renommée « bourse de matières premières » (Zhengzhou commodity exchange – ZCE) pour être en phase avec les dénominations boursières internationales. En 2001, le ZCE et le ZGWM sont divisés en deux organisations indépendantes.

Au mois d'Octobre 1994, la Chine décide de rationaliser cette « industrie » en réduisant progressivement le nombre de bourses (de 50 à 15), en supprimant une vingtaine de contrats futures (tout en en gardant 35), en officialisant, par la délivrance d'un certificat, la profession de courtier sur ces marchés, en supprimant plus de 70% du nombre des courtiers existants, en limitant la participation des opérations à terme à l'extérieur du territoire chinois, et, finalement, en transférant le droit de gérer ces bourses, des autorités locales aux organismes étatiques compétents. La transparence de ces bourses n'étant toujours pas suffisante, la Chine s'est engagé dans une deuxième série de mesures, conduisant à ne garder que trois bourses de marchandises, celle que l'on connaît aujourd'hui: le Dalian commodity exchange, le Shanghai Futures Exchange (SHFE) et le Zhengzhou Commodity Exchange. Le nombre de contrats à terme baisse alors de 35 à 15 et le nombre des courtiers habilités n'est que de 175.

L'étude de l'expérience chinoise montre bien que ce pays a assez bien planifié la stratégie de développement des bourses de matières premières en évitant une concurrence inutile entre elle et ce, pour qu'elles puissent mieux s'affirmer sur la sphère internationale. A l'instar de la Chine, le développement des bourses de marchandises en Inde se fit sous



l'impulsion du Gouvernement. Le gouvernement de l'Inde (Government of India – GOI) a en effet mis en place un plan détaillé pour les trois bourses nationales de multi-marchandises existantes et proposé des règles concrètes pour le développement de chaque bourse portant sur, l'actionnariat, le rayonnement de chacune sur le territoire national, la nature des produits traités, et l'utilisation des transactions électroniques.

Les marchés de matières premières existent depuis longtemps en Inde. Le premier marché organisé du coton a été en effet créé en 1921. Pendant les années 1940, la négociation des contrats à terme, des forwards et des options sont interdites en raison des mesures du contrôle des prix agricoles qui sont prises alors par le gouvernement indien. Ces dernières sont maintenues jusqu'en 1952, date à laquelle le gouvernement adopte une nouvelle loi sur les produits dérivés. Les transactions à terme demeuraient fortement contraintes, mais le changement dans les conditions d'intervention de l'Etat dans l'économie nationale contribua à l'amplification et à la diversification des activités sur les bourses de marchandises. À la fin de l'année 1970, la négociation de contrats à terme de matières premières est entièrement légalisée, mais le trading de futures ne se développe pourtant pas. Aucune bourse ne semble par ailleurs vouloir s'engager sur le segment des options. En 2002 et 2003, sont créées trois bourses: la bourse nationale de marchandises et des produits dérivés de Mumbai (National Commodity & Derivatives Exchange Limited – NCDEX), la bourse de multi-marchandises Ahmedabad (National Multi-Commodity Exchange of India – NMCE) et la bourse multi-marchandises de Mumbai (Multi-marchandises Exchange – MCX). Ces trois bourses de marchandises de l'Inde ont obtenu de bons résultats et appartiennent aux bourses mondiales ayant un grand volume des produits négociés.

Il semble indispensable, à la lumière de ces exemples étrangers, de ré-planifier la stratégie de développement de la bourse des produits agricoles au Vietnam et que le pays se concentre sur l'amélioration du centre BCEC et de la VNX, en repensant non seulement leurs organisations, mais également leurs fonctions économiques. L'expérience des pays étrangers est, de toute évidence, à considérer, mais il s'agit bien de développer des institutions en phase avec les réalités agricoles du Vietnam. Dans sa phase initiale de développement, une bourse a besoin de la participation des producteurs cherchant une protection la couverture contre les risques du prix. Il ne faut cependant pas oublier qu'une bourse, comme tout marché, se doit d'équilibrer offre et demande. Si cette bourse a vocation à être un commodity exchange au sens strict, elle doit donc, dans sa conception, prendre en compte les intérêts des acheteurs finaux, des négociants (dont le développement doit impérativement être encouragé) et, bien que cela soit toujours difficilement à appréhender d'un point de vue politique, celui des spéculateurs. Une situation géographique et logistique favorable et des procédures de réception/livraison efficaces sont également des conditions préalables à la réussite d'une bourse.

Une bourse ne peut, par ailleurs, être déconnectée de la sphère réelle. Le prix à terme qu'elle permet de définir doit en particulier s'imposer comme un prix de référence incontournable dans les transactions commerciales du pays et de la zone géographique sur laquelle elle rayonne. Dans une logique similaire, la construction et le développement des bourses de produits agricoles doivent, dans une logique endogène, reposer et contribuer au développement de tout un écosystème autour de la filière qu'elle entend représenter. Le développement des infrastructures commerciales et de transport, mais également, dans le contexte de la mondialisation et de l'intégration économique internationale, des infrastructures technologiques, comptent parmi les conditions de succès d'une bourse de marchandises. Il faut enfin veiller à l'amélioration des connaissances et des compétences chez les opérateurs et des politiques de soutien, de la part du gouvernement, doivent être en cela être mise en œuvre.

## **2. Un rôle accru du Gouvernement**

### **2.1. L'Etat actionnaire**

Il nous semble important, dans le contexte économique et politique du Vietnam que l'Etat participe aux développements des bourses de matières premières en intervenant de façon minoritaire ou majoritaire dans son capital social. Ceci permet en partie de supporter le coût initial d'investissement de son développement, ainsi que le coût de maintenance que son fonctionnement implique. Le cas de l'Inde montre bien que la participation de l'Etat permet d'immobiliser davantage de capital ainsi que d'autres ressources importantes comme la ressource humaines, intellectuelles, etc.

De plus, comme nous l'avons déjà évoqué, le facteur « confiance » est un élément particulièrement déterminant des échanges commerciaux au Vietnam, notamment pour son secteur agricole. Les vendeurs se trouvent sous la pression du prix du produit et n'ont pas confiance dans l'agence de collecte. Les acheteurs se confrontent quant à eux aux risques de ne pas recevoir les marchandises, alors qu'ils les ont déjà payées. Les vendeurs et acheteurs n'ont, enfin, guère l'habitude de payer à travers le système bancaire, etc. Ces éléments de défiance sont de toute évidence démultipliés dans une opération à terme, de quelque nature qu'elle soit. Nous pensons, de ce point de vue, que seule une participation active de l'Etat, « sa labellisation », serait de nature à renforcer la confiance des différents opérateurs de la filière café envers une bourse de marchandises, (1) en garantissant les intérêts de tous, (2) en limitant considérablement tout incitation à faire défaut dans le cas d'une transaction OTC et (3) en portant une partie significative du risque de contrepartie, au travers de la chambre de compensation dans le cas d'un marché future.

Pour satisfaire aux critères internationaux, il faut néanmoins que la bourse du café du Vietnam existe sous la forme d'une société par actions comme en Inde, dans laquelle à côté du Gouvernement - actionnaire principal- d'autres actionnaires interviennent et contribuent à ce que la bourse du café fonctionne sous la surveillance de plusieurs parties. Le Gouvernement vietnamien doit pouvoir pour cela racheter des actions des bourses du café vietnamiennes Cette pratique est similaire à la situation actuelle des bourses régionales de marchandises où le tiers des responsables des postes clés sont nommés par le Gouvernement.

### **2.2. La gestion étatique des bourses de matières premières**

Aux Etats – Unis, la loi Commodity Exchange Act (ch. 545, 49 Stat. 1491) de 1936 permettait au Gouvernement de directement gérer les opérateurs plutôt que les transactions. L'autorité de la bourse de marchandises (Commodity Exchange Authority – CEA) est alors fondée par le Ministère de l'Agriculture, et a pour mission de surveiller les transactions sur ces marchés et d'éviter que toute manipulation des cours ne puisse survenir.

En 1968, les Etats – Unis modifient ce Commodity Exchange Act afin de renforcer le pouvoir de surveillance de la CEA. Cette organisation s'est cependant avérée incapable d'assumer son rôle, devant notamment l'explosion des opérations à terme qui survient pendant les années 1960-1970. C'est la raison pour laquelle, en 1974, la commission sur le trading « futures de matières premières, la fameuse Commodity Futures Trading Commission – CFTC, est créée. Elle est gérée par les 5 membres nommés par le Président américain, sur approbation du Sénat américain. Contrairement à la CEA, la CFTC a beaucoup plus de pouvoir dans la gestion de toutes les activités de négociation à terme et les activités commerciales correspondantes sur le territoire des États-Unis. Elle gère et approuve les modifications des contrats futures en cours, ainsi que la rédaction et l'introduction de

nouveaux contrats. En 1982, les contrats d'options sur les produits agricoles sont ainsi légalisés. Il fut nécessaire, par la suite, de clarifier les domaines de compétences respectifs de la CFTC et de la Securities and Exchange Commission – SEC, puisqu'il y avait un chevauchement tendant à terme observé en raison de la forte progression des contrats financiers à terme au cours des 1970. La CFTC se charge alors de gérer, au regard des produits dérivés sur actifs financiers, de tous les contrats à terme et options négociés portant sur les devises, tandis que la SEC est responsable de gérer, outre les actifs outils financiers échangés sur le marché au comptant (actions, obligations, etc.), de tous les autres marchés d'options.

Les activités des bourses de marchandises en Chine sont directement dirigées et strictement contrôlées par la China Securities Regulatory Commission – CSRC. Cette commission est fondée en 1992. Sa vocation est large pour mission de rendre transparent le marché boursier et de gérer le marché à terme de matières premières. Elle fixe notamment l'ampleur du dépôt de garantie. Cette dernière est établie sur le principe que la marge du mois proche du mois de livraison doit être la plus élevée. Par exemple, pour le sucre la marge du délai de 2 mois avant la livraison est de 6%, celle d'1 mois avant la livraison est de 8% et celle du mois de livraison est de 30%. Par ailleurs, le taux de dépôt appliqué aux produits dont les cours fluctuent fortement est également plus élevé.

Au Vietnam, le BCEC et la VNX fonctionnent actuellement sous la gestion du MARD, du Ministère de l'Industrie et du Commerce et du Ministère des Finances. Il existe une certaine coopération entre ces différentes institutions, mais le partage des compétences apparaît inefficace. Une réforme semble dès lors nécessaire pour promouvoir un organe unique de promotion et de surveillance des marchés à terme de matières premières comme c'est le cas pour le marché boursier du Vietnam. La commission d'Etat sur les actions (The State Securities commission – SSC) a été fondée le 28 novembre 1996. Faisant partie du Ministère des Finances du Vietnam, elle a pour mission de gérer le marché boursier national. Elle est en charge de l'exécution des règlements juridiques sur les titres et le marché des titres, la surveillance directe des activités et la gestion des services publics dans les domaines des titres et du marché boursier. La SSC joue un rôle décisif pour la préparation des conditions nécessaires à l'installation du marché boursier. Simultanément, elle a pour tâche d'organiser et de régler les opérations des bourses et de marché boursier, avec la mission principale de faciliter le processus de la mobilisation de fonds pour l'investissement de développement, d'assurer la sécurité la transparence, l'efficacité du marché boursier, ainsi que de garantir les droits et les intérêts légitimes des investisseurs.

Alors, faut-il que le Vietnam crée une organisation de gestion des marchandises à terme? Cette commission sur les marchés de matières premières, si elle venait à être instaurée devrait naturellement être portée par le Ministère des Finances ou du MARD, devrait réunir les meilleurs experts en finance, en agriculture (sur des produits agricoles essentiels pour le Vietnam, dont le café), et en commerce, triptyque de connaissances incontournables pour correctement gérer le développement d'un marché à terme de matières premières.

### **2.3. Le soutien du Gouvernement**

Selon Rashid *et al.* (2010), les gouvernements peuvent, dans certains cas, intervenir sur les marchés, afin de créer les conditions nécessaires pour soutenir le développement d'une bourse de marchandises. Le soutien de la part du Gouvernement est en cela nécessaire, non seulement en termes de communication et de promotion de la bourse ou de financement dans les phases initiales de son développement, mais également pour en assurer le « contrôle ». Le rôle de l'Etat dans la réglementation du marché est en effet indispensable pour en assurer un développement stable et durable. L'intervention de l'Etat doit cependant être flexible.

L'utilisation des outils et mesures doit être appropriée pour que la bourse de marchandises devienne efficiente. L'expérience des États-Unis et de la Chine montrent que le marché au comptant, sa vigueur notamment, est à l'origine de la naissance des bourses de matières premières. Cependant, pour s'assurer que le fonctionnement de la bourse réponde aux exigences du développement de l'économie nationale, cette évolution « naturelle » ne peut se faire seule et doit être institutionnalisée, réglementée et gérée de façon appropriée pour éviter les effets indésirables et les défaillances du marché. Ceci impose le recours à l'intervention de l'Etat. Aux États-Unis, les bourses de matières premières sont régies par des lois et des règlements distincts, constamment ajustés ou complétés afin d'être en phase avec la réalité des opérations.

D'autre part, l'intervention de l'Etat, au-delà de cette fonction de « contrôle, doit se baser sur les principes du soutien, notamment en matière de formation. La bourse des produits agricoles est le fruit de l'économie de marché et doit, pour se développer, reposer sur l'existence d'une ressource humaine ayant de bonnes connaissances et compétences, tant d'un point de vue financier, juridique, comptable que fiscal

### ***2.3.1 La gestion du stockage temporaire en question***

Il a été nécessaire, pour le Gouvernement, de créer un fonds de soutien du secteur du café. Il a pour mission d'organiser l'achat des entreprises pour le stockage temporaire et d'aider les producteurs-agriculteurs à obtenir les meilleures conditions financières de la part des banques, dans le cas où leurs concours seraient nécessaires, pour financer l'opération de récolte, de traitement et de conservation du café.

Comme nous l'avons souligné dans l'introduction, le stockage temporaire permet aux entreprises d'acheter du café sans le revendre immédiatement dans l'objectif principal de réaliser des profits en pariant sur une hausse du cours du café ou, pour le moins, d'éviter de subir des pertes si, au moment des récoltes, les prix apparaissent trop faibles. Faute de capital, les entreprises du Vietnam doivent emprunter auprès des banques, tandis que le délai de remboursement est environ de 2 ou 3 mois. Elles sont donc obligées de vendre du café rapidement, souvent dans des conditions défavorables.

Cette stratégie est critiquée. Certains considèrent que le stockage temporaire encourage la consommation du café venant d'autres pays, puisque ce dernier est vendu sur un créneau du marché où le café du Vietnam est absent. Or, puisque la quantité du café à stocker qui est proposée par la VICOFA ne représente qu'une faible part de la production nationale et, dans le contexte d'une offre mondialisée où le prix de référence du café n'est pas Vietnamien, il est bien évident que cette stratégie n'a pas ou peu d'influence sur le prix perçu par les producteurs nationaux. Elle doit donc être fondamentalement repensée. A long-terme, le MARD devra établir un comité de soutien des producteurs du café, constitué d'experts, dont un des rôles sera de repenser les modes de gestion du risque de prix pour l'ensemble des producteurs, individuels ou entreprises, face à ce constat d'échec des mesures de stockage temporaire. Bien que les mesures à prendre restent à trouver compte-tenu de l'extraordinaire complexité de cette problématique, il semble relativement clair que l'augmentation de la taille moyenne des producteurs de café est, avec l'amélioration de la qualité, une politique à promouvoir. Elle renforce de facto la capacité financière du producteur et favorise sa participation aux modes de commercialisation « modernes » du café. Ceci ne peut, de toute évidence, que s'inscrire dans une logique de long-terme.

### ***2.3.2 La promotion des stratégies de couverture***

Afin de faciliter la participation des producteurs et des acheteurs aux bourses de marchandises, il faut que le gouvernement leur accorde des crédits à court terme et ce, à un taux d'intérêt préférentiel, leur permettant, à titre d'exemple, d'emprunter un montant dont la valeur équivaut à 100% de la valeur de leur café stocké. Le budget étatique leur accorde un taux d'intérêt de zéro pendant quelques premières années, et ensuite un taux d'intérêt préférentiel dans les années suivantes ou une réduction de la taxe sur le bénéfice de l'entreprise, etc. Pour le vendeur, il faut supprimer les frais de négociation (pour les trois premières années par exemple), les frais de stockage, les frais de l'inspection de marchandises et la taxe sur le revenu personnel (pour les producteurs individuels), ou réduire les frais du transport de marchandises à l'entrepôt et la taxe sur le bénéfice de l'entreprise venant de la transaction sur la bourse de marchandises.

La présence d'opérateurs jouant le rôle de spéculateurs ou de teneurs du marché doit par ailleurs être renforcée sur le long terme dans le but d'améliorer la liquidité du marché. Il faut, pour cela, leur offrir certains avantages comme la suppression ou la réduction des frais (y compris la taxe sur les transactions boursières), mais également accroître la diversité des stratégies qu'ils peuvent mettre en œuvre: un spéculateur, au sens strict, ne peut en permanence parier sur la hausse des cours et doit pouvoir utiliser, notamment, des stratégies de vente à découvert. Ceci implique cependant de bien clarifier les enjeux du marché à terme, au sens général, en établissant une distinction claire entre un marché « Forward » dans lequel la spéculation n'a pas ou peu d'influence mais où le risque de contrepartie subsiste, et un marché future.

### ***2.3.3. L'amélioration de l'efficacité du fonctionnement de la bourse de marchandises***

Le développement d'une bourse de matières premières, comme de tout marché, demande des ressources humaines à fort degré de qualification, notamment dans les organismes de régulation. Pour sélectionner des telles personnes, le Gouvernement doit proposer une politique de rémunération très spécifique. Les formations universitaires dans ce domaine doivent également être renforcées et recevoir l'aval du gouvernement. D'un point de vue plus opérationnel, soulignons que le Gouvernement et les organes étatiques concernés doivent de plus favoriser la coopération entre la bourse de marchandises du Vietnam et les organisations étrangères, en matière de formation notamment. Le volet « formation et communication » a toujours été un élément stratégique incontournable du développement des bourses de matières premières nord-américaines. Il apparaît enfin indispensable que le Gouvernement renforce son soutien au développement de l'infrastructure technique et du système de trading, ainsi qu'aux activités de promotion de l'image et des activités de la bourse: Il faut souligner qu'il s'agit là d'une activité récurrente qui demande des financements importants. Comme cela a déjà pu être fait avec l'Agence Française de Développement (AFD), le Gouvernement ainsi que les organes étatiques doivent rechercher, dans le domaine boursier, le soutien technique et financier issu de l'aide publique au développement (APD).



## II. L'ETABLISSEMENT D'UN CADRE FAVORABLE POUR LE DEVELOPPEMENT DE LA NEGOCIATION SUR LES BOURSE DE MARCHANDISES

Les expériences des pays étrangers et les travaux scientifiques visant à les analyser permettent de mettre en avant des conditions indispensables pour le développement d'un marché de marchandises:

- Une condition de base est que le marché au comptant (et donc commercial) fonctionne activement, sans manipulation, et représente des intérêts financiers importants. Ce dernier peut être utilisée pour estimer la base lors de la négociation, et pour définir les spécifications d'un contrat à terme (Rashid *et al.*, 2010). Ceci implique que le prix des matières premières fluctue, au gré des variations de l'offre et de la demande, et créé en cela un risque de prix contre lequel les opérateurs de la filière veulent se couvrir. Les matières premières doivent pouvoir être classées et contrôlées selon des normes de qualité qui sont reconnues par tous les intervenants, de telle sorte qu'émerge « une qualité de référence » qui pourra être utilisée dans la définition du contrat à terme.
- Il existe une transparence de l'information sur les matières premières, les opérations, etc., ce qui implique le développement d'un système d'informations de marché permettant de réduire pour partie les asymétries d'information qui prévalent tout au long de la supply-chain. L'environnement légal doit être sain et garantir la libre de concurrence et le bon fonctionnement des mécanismes de marchés. La clarté des documents juridiques apporte une stabilité des affaires, favorise la négociation entre opérateurs et créé un volume d'activités commerciales importantes, prérequis incontournable des activités financières. Le recours aux services bancaires, et non au paiement, en espèces, est une des conditions de cette transparence.
- Les intervenants doivent disposer, nous l'avons vu, de connaissances et d'expériences sur les opérations boursières de matières premières, tout en maîtrisant les problématiques « réelles » tant des producteurs/exportateurs que des acheteurs de café. Cette articulation est complexe à mettre en œuvre. Par ailleurs, les connaissances juridiques, comptables et fiscales, tant au regard du droit national que du droit des affaires étranger, anglo-saxon pour la plupart, doivent être développées.
- La bourse de marchandises doit enfin pouvoir préserver les intérêts des opérateurs du marché. Elle doit en cela disposer une infrastructure logistique (physique et informatique) de bonne qualité pour réduire les coûts de transaction et promouvoir la négociation. Il faut notamment pouvoir favoriser les récépissés d'entrepôt pour atténuer les contraintes de liquidité pour les producteurs et négociants.

### 1. La création d'un « label » pour le café du Vietnam

Le développement d'un marché à terme, de quelque forme qu'il soit (Forward ou Future), est intrinsèquement dépendant du fonctionnement du marché au comptant, i.e. commercial. Au-delà des relations de prix qui les unissent et qui ont fait l'objet de très nombreuses recherches académiques, force est en effet de constater que l'ampleur des intérêts financiers que ce marché commercial représente détermine le recours aux mécanismes de couverture. Ceux-ci sont coûteux et l'effet « taille » du marché commercial doit permettre de les absorber. Ceci passe, selon nous, par le rayonnement du café au Vietnam, reconnu en tant que tel au niveau international.



### 1.1. Le développement d'une marque nationale de café

Il faut avouer qu'au Vietnam, les techniques de caféiculture et de traitement du produit ne sont pas bonnes alors que le marché a tendance à privilégier un café ayant des caractéristiques originales, stables ou « pratiques ». La qualité du café vietnamien ne satisfait a priori pas les consommateurs. Le produit proposé ne répond pas encore aux critères stricts imposés par les marchés internationaux, tant au regard des qualités gustatives du produit, que ceux liés à la transparence concernant l'origine et les processus de production, les traitements, etc. L'absence ou l'insuffisance de la promotion du produit sur les marchés domestiques et mondiaux par les producteurs explique également le déficit de notoriété du café vietnamien, alors que le pays est, rappelons-le, deuxième producteur au monde.

Aujourd'hui, plusieurs régions deviennent connues dans le monde entier grâce à leurs produits et/ou leurs services spécifiques. Bordeaux et la Silicon Valley en sont des exemples. Le vignoble de Bordeaux est le vignoble regroupant toutes les vignes du département de la Gironde, dans le Sud-Ouest de la France. Certains vins qui y sont produits sont parmi les plus réputés et les plus chers du monde, faisant du Bordeaux une référence mondiale. Et chaque fois qu'on parle de Silicon Valley, on pense tout de suite au pôle d'industries de pointe regroupant des scientifiques et des entreprises expertes en haute technologie. Le Vietnam n'est pas exclu de cette dynamique liant un produit à son territoire, comme en témoigne la sauce de poisson (le nuocmam) avec Phu Quoc<sup>32</sup>, le thé Moc Chau<sup>33</sup>, le riz Hai Hau (en province de Nam Dinh<sup>34</sup>), etc. La promotion d'une marque régionale avec un ou quelques produit(s) et/ou service(s) typique(s) peut contribuer à en favoriser la diffusion, avec de nombreux effets induits, directs ou indirects. La référence à une zone géographique est en cela une idée à promouvoir pour la construction d'une marque forte de café. Ceci coïncide d'ailleurs avec la montée des préoccupations sur la qualité et l'origine du produit puisqu'un produit provenant d'une région en particulier, possède, dans le cas du café comme de nombreux autres produits agricoles tels que le café, une qualité particulière.

Faut-il dès lors que chaque région (surtout la région des plateaux du Centre-Tây Nguyên) établisse sa marque caractérisée? Des questions se poseraient: Qui peut s'en charger? Et comment réaliser cette mission? La question relative à la qualité du café est déjà présentée dans l'introduction avec une série de mesures permettant au café vietnamien de s'approcher des normes internationales de qualité. Nous défendons ici l'idée d'un programme visant à « l'augmentation de la valeur ajoutée du café vietnamien grâce au développement d'une marque » et traitons pour cela des conditions marketing de sa mise en œuvre et du rôle que les parties concernées se doivent d'assumer.

**Premièrement**, il faut véritablement aspirer à augmenter la valeur ajoutée du café. Il s'agit de la condition indispensable pour que les différentes parties prenantes – directes ou indirectes – de la filière. Cette création de valeur renforcerait non seulement la valeur stratégique du café, mais aurait également pour vertu de dégager les marges financières

---

<sup>32</sup> Selon Wikipédia, « Phú Quốc ou Koh Trol est la plus grande île du Vietnam faisant partie d'un archipel composé de 22 îles, situé à l'extrême sud-ouest du pays et dépendant de la province de Kien Giang. Duong Dong, la ville principale, concentre la majeure partie des infrastructures touristiques. Ce gros bourg renferme un marché et l'on peut y visiter des fabriques de sauce nuocmam où six millions de litres sont produits chaque année. L'île est connue pour la qualité de cette sauce conçue à partir d'un petit poisson appelé cá cơm proche de l'anchois, qui apporte une grande quantité de protéines. Cette célèbre sauce est utilisée dans quasiment chacun des mets vietnamiens »

<sup>33</sup> Moc Chau fait partie de la province Son La – une des provinces de la région du Nord-Ouest du Vietnam.

<sup>34</sup> Nam Dinh est située dans les plaines et les terres de la région du delta du Fleuve Rouge du Vietnam, à 90 km au sud-est de Hanoi.

suffisant pour « investir » tant en recherche, qu'en marketing, ou en communication sur des médias étrangers.

**Deuxièmement**, il faut se concentrer sur les techniques agricoles du café pour créer un « effet qualité » permettant précisément de le tarifier (et donc d'augmenter la valeur ajoutée) et de construire l'image d'un secteur durable. L'application de nouvelles technologies pour augmenter le rendement, l'application de la biologie au choix des graines et à la replantation pour assurer la bonne qualité du produit – doit dès lors être une des grandes préoccupations du secteur. Ceci demande, par ailleurs, un système de contrôle de la qualité du produit. Les organes étatiques doivent ainsi fixer les normes de qualité pour le produit vendu sur le marché domestique ou exporté sur le marché international, puis prendre des mesures pour contrôler le respect de ces normes de la part des producteurs dans le but d'orienter le café vietnamien vers la satisfaction des normes internationales de qualité. Dans le contexte actuel au Vietnam, il est obligatoire de faire attention aux produits qui ne répondent pas encore aux critères de qualité pour avoir des règlements conformes, ce qui ne semble pas, ou pas suffisamment, le cas aujourd'hui. Les provinces doivent surveiller de près les entreprises de traitement du café afin de soutenir les plus vertueuses, et pénaliser celles qui ne le seraient pas. Actuellement, le Vietnam a choisi le développement des marques en s'appuyant sur leur origine géographique. Il faut donc sélectionner quelques régions qui disposent de café de très bonne qualité et des caractéristiques spécifiques pour l'identifier géographiquement, et ainsi renforcer son rayonnement au travers d'une politique de communication active ou par le biais des activités touristiques, culturelles et éducatives.

**Troisièmement**, il faut créer de la valeur ajoutée à partir de la technologie et des chaînes de distribution. On peut développer les zones spécialisées en traitement du café et équipées d'une technologie moderne capables de fournir les différents types du café demandé par le marché: café raffiné, OEM (la sous-traitance) ou café de grande marque (ayant de bonne qualité et ce, à un prix concurrentiel). Dans le même temps, il faut construire des sous-secteurs du café (comme l'alimentation, les cosmétiques, les huiles, etc.) ou des zones industrielles de produits auxiliaires au café (comme le sucre, le lait, la crème, arôme dédié, etc.) puisque cela permet s'optimiser le processus du traitement du café. La promotion des fameux « clusters » mis en valeur dans les pays industrialisés est une solution à retenir, car ces districts industriels, tels qu'ils sont appelés dans la théorie économique, peuvent favoriser le partage des connaissances, réduire les asymétries d'information et permettre la mise en œuvre d'économie d'échelle. De plus, afin de pouvoir efficacement exécuter la distribution du café, il conviendrait de construire un centre national d'approvisionnement en profitant des avantages existants et en réduisant les intermédiaires commerciaux dans le but de raccourcir la chaîne de distribution et de réduire les coûts logistiques. Il est par ailleurs utile de renforcer la coopération internationale dans le domaine de l'agriculture, l'industrie, la logistique et la finance.

**Quatrièmement**, il faut que la coopération multilatérale contribue à la valeur ajoutée du café. Celle-ci peut renforcer l'éthique des affaires, la qualité du produit et le partage des actifs de production. L'éthique des affaires est particulièrement importante pour le cas du Vietnam. Il faut la mettre en œuvre, supprimer l'idée de vendre du café de mauvaise qualité à bas prix dans une logique « court-termite » - de toute façon guère profitable - lutter contre la monopolisation des structures matérielles et encourager les entreprises à coopérer entre elles, et avec les agriculteurs producteurs, dans un souci de transparence accrue des négociations et un rééquilibrage des rapports de force. Cette coopération, entre le Gouvernement, les entreprises, les agriculteurs et les scientifiques, doit également permettre d'édicter les normes et les procédures de contrôle de la qualité évoquées précédemment, tant au regard du processus de production, de traitement, de stockage et de l'emballage, etc.

Quant au développement durable du secteur des matières premières, il faut promouvoir un modèle d'exploitation en ayant le souci de la protection de l'environnement ainsi que des ressources naturelles. L'application des techniques de la production et du traitement du café est strictement associée à la conservation et au développement de la culture locale. De plus, l'intégration de la production du café avec la culture, l'éducation, la santé permettrait d'offrir de meilleures conditions de vie aux agriculteurs et créerait des mécanismes incitatifs forts.

**Cinquièmement**, il nous semble nécessaire de créer un groupe d'entreprises de pointe, représentatif du Vietnam sur le marché international et ainsi faire la promotion de l'image du café national à travers ses produits et ses services. Pour cela, le gouvernement vietnamien doit reconnaître davantage l'importance du café pour l'économie nationale pour promulguer des politiques de soutien au niveau national et sectoriel.

**Sixièmement**, il semble nécessaire que le gouvernement développe différentes stratégies permettant de renforcer l'attractivité du secteur et l'ensemble des synergies qui lui permettront de s'affirmer sur la scène internationale. Ceci nécessite de développer la culture et l'éducation en faveur du secteur du café, investir pour attirer du personnel compétent dans ce secteur, développer la science et les techniques intéressant la caféiculture, et diversifier les plants. Le Vietnam doit également mettre en place un programme national visant à augmenter la qualité et la quantité de la consommation de café. Ceci peut passer par le soutien aux études sur les bienfaits du café pour la santé humaine si ceux-ci sont avérés, par la promotion du café venant du Vietnam, l'aide financière à la formation et aux projets des jeunes, ou l'exploitation des activités touristiques dans les zones du café, etc.

La création de la marque a besoin du soutien de la part du Gouvernement – et plus concrètement des organes étatiques tels que le MARD, le Ministère de l'Industrie et du Commerce, ou la Chambre de l'Industrie et du Commerce, permettant de le développement de programmes de promotion commerciale, de cette marque avec une stratégie de développement de type « les vietnamiens consomment les produits vietnamiens », etc.<sup>35</sup>. Les organes étatiques doivent coopérer entre eux et avec les entreprises domestiques, les moyens publics de communication.

## 1.2. Les leçons de la création d'une marque à partir du cas de Trung Nguyên

Le robusta au goût plus amer, corsé et contenant deux fois plus de caféine par rapport à l'Arabica est principalement utilisé pour faire du café instantané. Il s'agit d'un produit de masse, autorisant beaucoup moins que l'Arabica, les stratégies commerciales de « différenciation » par la qualité. Ceci ne peut cependant vouloir dire que la notion de qualité et d'image est absente des équilibres de ce marché. Il faut que les entreprises vietnamiennes fassent attention à l'image, la personnalité et au message de leur marque, se différencient, innover et deviennent reconnues nationalement et internationalement et inspirants. La marque Trung Nguyên nous semble être, de ce point de vue, un exemple de réussite à suivre pour la construction d'une marque de café instantané du Vietnam.

En 1996, M. Dang Le Nguyen Vu – fondateur de Trung Nguyên commence alors sa carrière professionnelle avec l'intention de construire une marque du café vietnamien que tout le monde connaît. 10 ans après, la « jeune » marque du café à BuonMaThuot devient un grand groupe avec 5 sociétés membres (la société par action Trung Nguyên, la société par action du café instantané Trung Nguyên, la société à responsabilité limitée Trung Nguyên, la société par action du commerce et service G7, la société Vietnam Global Gateway-VGG) impliquées

---

<sup>35</sup> La détaille des programmes de la promotion commerciale est présenté dans les parties suivantes.

dans la production, la transformation et la distribution du café, le crédit-bail commercial, le service de distribution moderne et la vente en détail. Trung Nguyễn est connue comme une marque de café domestique majeure au Vietnam mais aussi un grand exportateur du café instantané.

Etant pionnier en champs d'application du crédit-bail commercial au Vietnam, Trung Nguyễn dispose d'un réseau de presque 1000 cafétérias à l'intérieur du pays et 8 aux Etats-Unis, au Japon, à Singapour, en Chine, en Thaïlande et au Cambodge, en Pologne et en Ukraine). Les produits de Trung Nguyễn dont le café instantané G7 sont exportés vers quarante-trois pays dans le monde dont les Etats-Unis et la Chine. Trung Nguyễn a de plus réussi à établir un réseau de mille magasins et centres de distribution G7 Mart sur le marché domestique. L'enseigne « Trung Nguyễn » est visible sur l'intégralité du territoire (dans les vieux quartiers d'Hanoi, dans les grandes rues commerciales, et même dans n'importe quel village du Vietnam. Son slogan « Inspiration de la créativité » (KHỞI NGUỒN SÁNG TẠO en vietnamien) est devenu populaire non seulement pour les personnes travaillant dans le domaine de la publicité mais encore pour tous les vietnamiens. Pour M. Tim Larimer – Professeur à l'Université Columbia aux Etats-Unis, Trung Nguyễn est le Starbucks « made in Vietnam ».

Dans le succès du café Trung Nguyễn, le rôle du conseil d'administration (et du talent de son directeur – M. Dang Le Nguyen Vu) a souvent été évoqué, tout comme le, « secret » de cette entreprise autour de sa technique de torréfaction du café, etc., mais c'est bien leur stratégie de promotion qui semble avoir eu un impact déterminant, avec la plus « spectaculaire » pénétration du marché dans l'histoire de la construction de la marque au Vietnam. Ceci appelle naturellement à tirer quelques enseignements.

***L'ambition et le courage de la personne à la tête de l'entreprise:*** On nomme M. Dang Le Nguyen Vu – Directeur du Groupe Trung Nguyễn, « le roi du café ». Dans le monde des affaires au Vietnam, il est connu pour son ambition et sa soif de réussite. Bien que l'approche ne puisse être scientifique sur cette question, on ne peut en effet que reconnaître l'impact déterminant pour la réussite d'une entreprise du charisme de son dirigeant et de sa « vision ». L'exemple de Steve Jobs en est la preuve indiscutable. Expliquant sa motivation à construire la marque du café Trung Nguyễn, ce dirigeant déclarait: « En faisant des recherches sur l'économie du café, je trouve que premièrement, le Vietnam peut atteindre une croissance économique plus forte si le secteur du café se réforme, et deuxièmement que, comme les autres producteurs du café, le Vietnam ne reçoit que 5% de la totalité du revenu venant du café tandis que la plupart du bénéfice est occupée par Nestlé ou Starbucks. Je veux changer cette réalité ». Il positionne alors en 1990 le café Trung Nguyễn comme une marque de haut de gamme malgré un contexte particulier où le Vietnam est en voie de développement, avec un revenu national par habitant alors de 250 USD en 1990. Il veut convaincre les consommateurs domestiques de prendre du café haut de gamme et les étrangers que le Vietnam peut produire du café d'excellence à un prix raisonnable. Prenant les grandes marques comme Nestlé et Vinacafé pour cibles concurrentielles, Trung Nguyễn est devenu une des trois grandes marques de café sur le marché intérieur du pays. Pour Dang Le Nguyen Vu, l'homme d'affaires contemporain doit concilier trois esprits: celui du chef d'entreprises, du soldat et celui de la créativité. Par ailleurs, quatre stratégies doivent être poursuivies pour réussir dans le monde des affaires du Vietnam: avoir l'ambition de construire une carrière valorisante; mettre l'économie au milieu des problèmes; de bénéficier des moyens de communication les plus avancés et, enfin, disposer d'un système de gestion efficace.

***La mise en œuvre d'une stratégie de conquête des consommateurs domestiques et la différenciation du produit par l'introduction de la culture nationale:*** Le groupe Trung

Nguyễn a été créé dans un contexte particulier où les consommateurs vietnamiens préféraient les produits importés. Il s'agissait d'une difficulté considérable à laquelle toutes les entreprises vietnamiennes devaient faire face. De plus, dans les années 1990, le marché publicitaire devient saturé, provoquant alors la désaffection des consommateurs vietnamiens et nécessitant le recours à d'autres modes de communication. Trung Nguyễn se concentre alors sur la relation publique. Avec le soutien des moyens publics de communication, Trung Nguyễn se construit notamment sur la volonté de développer la responsabilité sociale et nationale dans ses activités. Le « phénomène Trung Nguyễn » était alors l'objet de toutes les attentions médiatiques. La plupart des articles de presse ou rapports en font l'éloge, ce qui ne manque pas de susciter l'intérêt des consommateurs. L'image de marque de Trung Nguyễn est née.

Trung Nguyễn dispose par ailleurs d'un réseau de distribution parfaitement établi. À côté du café vendu dans tout le pays, Trung Nguyễn introduit son produit dans le réseau de ses cafétérias. Ces derniers sont très typiques et identiques où qu'ils soient et créent une différence impressionnante en comparaison des autres cafétérias.

La stratégie marketing de Trung Nguyễn, est un autre point explicatif important de son succès, basée sur un logo et un slogan ci-contre. La flèche est une représentation stylisée de la maison communale Tây Nguyên – centre du café vietnamien. L'orientation de la flèche vers le haut manifeste le désir de conquête, l'aspiration à la réussite, tandis que les trois lignes en blanc illustrent l'escalier du creux. Au travers cette illustration, le groupe Trung Nguyễn affirme son désir de maintenir l'identité culturelle de Tây Nguyên, très favorablement perçue par les consommateurs.

*Graphique 32: Le logo de Trung Nguyễn*



***La pénétration aux marchés internationaux à travers le crédit-bail (franchise):*** Le groupe Trung Nguyễn a fait de l'exportation une priorité, mais celle-ci n'est pas globale, ciblant de toute évidence les marchés dont les goûts sont en phase avec les produits que le groupe est à même d'offrir. Cette pénétration des marchés étrangers se fait en premier lieu par le réseau de la grande distribution dans des pays comme le Japon, la Thaïlande, Singapour, la Chine, les États-Unis, l'Allemagne, la France, etc. En outre, à côté de l'exportation directe, le groupe Trung Nguyễn a opté pour le système de crédit-bail (franchising) de cafétérias comme deuxième méthode de pénétration des marchés internationaux. La cafétéria Trung Nguyễn à l'aéroport Changji (Singapour) fut la première franchise créée à l'étranger. Il y a désormais 8 cafétérias Trung Nguyễn à l'étranger.

## **2. Le perfectionnement du système juridique vietnamien sur les opérations dérivées**

En 1848, aux États-Unis, un groupe d'entrepreneurs américains crée le Chicago Board of Trade (CBOT). C'est une organisation dont le but est avant tout de normaliser la quantité et la qualité des grains, dans le but de faciliter la réalisation des transactions commerciales. Le processus du développement du marché des contrats à terme aux États-Unis est entièrement spontané, sans la participation initiale de l'État. Le marché à terme a été fondé en 1848, mais ce n'est qu'en 1922 que le Congrès américain adopte la loi sur la négociation à terme pour les céréales (Grain Futures Act – GFA), dans laquelle sont détaillés les règlements relatifs à la gestion des opérations à terme des céréales, au délit d'initié et à la transparence des informations. Le Commodity Exchange Act évoqué précédemment est adoptée en 1936 pour remplacer le GFA. Il met en place des règlements fédéraux concernant les activités de



transaction à terme des matières premières et exige que tous celles-ci et les options soient négociés sur des bourses organisées. La loi permet au Gouvernement de contrôler directement les opérateurs plutôt que les transactions, ce que n'autorisait pas le GFA. La loi limite également les activités de spéculation ainsi que les positions des spéculateurs sur le marché, gère les mandats des opérateurs exécutant des transactions à terme, interdit les options sur les produits agricoles domestiques, et donne la liste des produits autorisés à être négociés. Comme les documents juridiques précédents sur les opérations à terme, Commodity Exchange Act tente d'assurer les droits légitimes des opérateurs et de prévenir les violations de ceux-ci, la fraude, les transactions virtuelles et l'abus de fonds des opérateurs, etc. Cette volonté sera présente dans les réformes de 1982 et de 2000 (au travers du Commodity Futures Modernization Act of 2000 évoqué précédemment) Il ressort de des expériences des bourses de marchandises aux Etats-Unis que le marché ne peut se développer sans que l'Etat n'intervienne pour le réglementer. Les rumeurs ou scandales récents, à l'image de ce qui s'est passé en Europe sur le LIBOR (London interbank offered rate) dont la valeur fut manipulée par un pool de banques ou du « squeeze » sur le cacao opéré durant l'été 2010 par le négociant Armajaro sur le contrat coté au LIFFE, attestent que cette problématique ne touche pas uniquement les marchés en développement mais est, au contraire, permanente. Il faut donc que le Vietnam se dote d'une organisation et un mécanisme de gestion des contrats à terme. Les opérations dérivées sont très complexes et exigent des règlements juridiques aboutis. Depuis longtemps, le système de régulation du Vietnam relatif aux négociations sur la bourse de marchandises n'est pas suffisant et en retard par rapport aux réalités du marché. Des vides juridiques subsistent, comme en témoignent certains exemples présentés dans la partie introductive de la thèse. Alors, il faut donc faire évoluer l'environnement juridique des marchés à terme vietnamiens de façon à en favoriser le développement. Nous l'avons souligné, le marché des produits agricoles ne peut se développer que s'il y a une participation suffisante de tous les acteurs. Pour cela, il est indispensable d'assurer l'équité et l'égalité de tous les opérateurs du marché. Les échanges s'exécutent de façon saine et transparente. La création et le développement des bourses de marchandises ne doit en cela pas exclure les acteurs les plus petits au profit des entreprises les plus matures mais au contraire à créer des bonnes conditions pour que les acteurs puissent enrichir petit à petit leurs connaissances, développer leurs compétences de négociation sur la bourse et devenir plus concurrentiels sur le marché international. Faut-il que le Vietnam promulgue une Loi spécifique pour les opérations dérivées? Celle-ci est peut-être nécessaire à long-terme lorsque la maturité des marchés dérivés du pays le justifiera pleinement mais, des corrections au système réglementaire actuel doivent d'ores et déjà être mises en œuvre.

## **2.1. Les particularités du système juridique du Vietnam concernant les produits dérivés**

Le système économique du Vietnam, différent de celui prévalant dans les pays industrialisés, n'est pas sans influence sur l'environnement juridique des marchés à terme et des produits dérivés. Toute adaptation réglementaire doit se faire dans le respect de ces particularités économiques.

### ***2.1.1. La nécessaire adaptation aux caractéristiques de l'économie nationale du Vietnam***

Depuis la période de Réforme (ĐỔI MỚI en vietnamien) des années 1980, le Vietnam est passé d'une économie planifiée hautement centralisée à une économie de marché à orientation socialiste. Dans une économie de marché à l'orientation l'Etat fait partie intégrante du peuple, est construit par le peuple et pour le peuple. A côté de l'objectif de croissance économique, l'ambition du Vietnam est de promouvoir le développement durable et l'égalité des intérêts sociaux. S'adaptant aux réalités mondiales, le Parti Communiste du Vietnam a



décidé, lors de son 11<sup>e</sup> congrès national en 2012, de restructurer l'économie, et de renouveler le modèle de croissance afin de garantir un développement rapide et durable du pays. Le Gouvernement a décidé d'orienter l'économie nationale vers l'économie de marché moderne avec 5 ambitions principales:

*Premièrement*, les différents types de marché doivent se développer de manière cohérente.

*Deuxièmement*, il faut établir un environnement de concurrence équitable entre les différents acteurs de cette économie.

*Troisièmement*, ces derniers doivent faire preuve de transparence et ont le devoir de s'expliquer sur leur gestion, sur leurs plans de développement ainsi que sur leurs activités.

*Quatrièmement*, une économie de marché moderne dans un contexte de mondialisation et d'approfondissement de l'intégration économique internationale exige une redéfinition des liens entre l'Etat et le marché.

*Et enfin*, une économie de marché moderne doit s'orienter vers le consommateur et le considérer comme sujet. Il faut perfectionner sans cesse les institutions visant à défendre ses droits dus en développant par exemple les centres de protection du consommateur et les règlements juridiques doivent s'adapter en conséquence.

Le (re) développement des marchés de matières premières ne peut, au regard des éléments évoqués ci-dessus, être basé sur une duplication stricte des expériences des pays en développement ou émergents évoluant dans une économie de marché. Le gouvernement a fait évoluer sa vision de l'économie vers une logique de marchés régulés et la réforme du BCEC ou de VNX, mais également de l'ensemble de la filière café doit s'inscrire dans cette dynamique

### ***2.1.2. Le perfectionnement du système juridique***

Rappelons en premier lieu l'insuffisance des règlements juridiques du Vietnam relatifs aux transactions des produits dérivés. Il y a, sur ce sujet, seulement 11 articles (de l'article No.63 à l'article No.73 de la Loi commerciale No. 36/2005/QH11), et quelques éléments présents dans le Décret No. 158/2006/ND-CP daté le 28 Décembre 2006 du Gouvernement et le Circulaire No. 03/2009/TT-BCT. Ceux-ci ne sont clairement pas suffisamment aboutis pour répondre à des problématiques aussi complexes l'organisation d'une bourse de marchandises, l'éligibilité des participants, leurs droits et leurs devoirs, le respect des contrats de droit vietnamien comme étranger, le rôle accordé à l'Etat. Il existe par ailleurs une différence de traitement entre les négociations opérées sur les bourses vietnamiennes de marchandises et celles réalisées sur des bourses internationales. Sur les bourses nationales, les membres trading peuvent faire des transactions dérivées pour eux-mêmes et sus des services offerts à leurs clients, alors que sur les bourses internationales seul le rôle de courtier est autorisé. Les banques – et elles seules – sont seulement autorisées à recevoir l'ordre des clients et ensuite à le transférer à la bourse internationale de marchandises pour la confrontation des ordres. Elles n'ont pas le statut d'un vendeur ou d'un acheteur dans les telles opérations. Il y a donc une différence sur le droit des intermédiaires financiers dans les opérations dérivées internes et externes. En outre, les opérations sur la bourse internationale de marchandises soulèvent d'importantes questions relatives à la gestion du change, au règlement international, ou aux procédures d'importation et d'exportation auxquelles la loi ne répond pas de façon claire et concrète.

### ***2.1.3. L'adaptation à la culture et aux pratiques commerciales des vietnamiens***

Depuis longtemps, les vietnamiens ont l'habitude de faire du commerce « de détail », parfois informel, en se basant sur les relations familiales. Malgré des changements avantageux provenant de l'expansion de l'économie mondiale et l'introduction de la culture occidentale à la fin du 19<sup>e</sup> siècle, les habitudes commerciales des vietnamiens demeurent encore très largement inspirées par la tradition asiatique. Selon l'enquête sociologique en 2000 nommée «Le regard de la société sur le marché et le commerce » et financée par le Fond Ford, la psychologie des vietnamiens se caractérise avant tout par un attachement à la stabilité des affaires, une relative aversion au risque, une acceptation du rôle des émotions dans la relation commerciale, une priorité accordée à la réputation plus qu'aux des talents réels et une la confiance en Etat.

Le fonctionnement des marchés de matières premières modernes est aux antipodes de ces réalités. Il s'agit d'activités à la grande échelle qui intéressent un grand nombre d'opérateurs. Les opérations portent ainsi bien sur des actifs physiques que financiers et les acheteurs n'y rencontrent pas les vendeurs. Il est donc logique que les acteurs traditionnels de la caféiculture vietnamienne la considèrent comme complexe, virtuelle ou spéculative et ainsi très éloignée de leurs besoins. Sans leur participation cependant ou, pour le moins, la reconnaissance que les prix qu'elle offre peuvent servir de référence lors de leurs opérations commerciales, il y a peu de chances que la bourse se développe dans la filière café du Vietnam. Une pédagogie forte doit être faite dans ce sens.

### ***2.1.4. La satisfaction aux exigences de l'économie mondiale***

La résolution du 7<sup>e</sup> Congrès du Parti communiste du Vietnam en 1996 a décidé d'accélérer le processus d'intégration économique du Vietnam dans la région asiatique et dans le monde, et de contribuer à l'obtention de bonnes conditions internationales, favorables au développement socio-économique et à l'industrialisation du pays. Cette orientation est fortement confirmée dans la résolution No. 07-NQ/TW datée du 27 Novembre 2001, selon laquelle le Vietnam doit s'intégrer à l'économie mondiale afin d'élargir le marché de consommation et de profiter davantage du capital, de la technologie, et des connaissances ainsi que des expériences de gestion présentes à l'étranger, éléments reconnus comme incontournables pour promouvoir l'industrialisation et la modernisation du pays,

Suite à cette direction, le Vietnam s'est avancé à grands pas au regard de son intégration économique mondiale. Le Vietnam est devenu membre de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) en 1995, membre de la Coopération économique pour l'Asie pacifique (APEC) en 1998. En 1999, il a signé un accord commercial avec les Etats-Unis et est officiellement devenu membre de l'Organisation mondiale du Commerce (WTO) en 2006. Le Vietnam participe désormais à plusieurs programmes importants de l'ASEAN comme celui du tarif de préférence générale (CEPT – Agreement on the Common Effective Preferential Tariff) dans le cadre de la zone de libre-échange (AFTA – ASEAN Free Trade Area) et l'Accord-cadre sur le service et la zone d'investissement ASEAN (AIA – ASEAN Investment Area). Le cadre juridique international sur le commerce mondial qui couvre les domaines des biens, des services, des droits de propriété intellectuelle et de la relation entre les Etats, ont des influences déterminantes sur le système juridique des pays membres. Depuis la participation à l'AFTA, pour mieux s'adapter aux règlements généraux de l'ASEAN, le Vietnam a ainsi beaucoup changé ses politiques et règles sur le commerce international, qu'il s'agisse de la taxe d'importation et d'exportation, la douane ou les procédures d'enregistrement de l'origine de marchandises.

Les modifications des documents juridiques sur le marché des produits dérivés doivent être en phase avec ces principes généraux, conformes au point de vue de l'intégration internationale du Parti Communiste du Vietnam et aux règles et pratiques du commerce international.

## **2.2. Quelques propositions de perfectionnement du système juridique**

Que le Vietnam promulgue une Loi spécifique pour les opérations dérivées ou corrige les documents juridiques existants, des règlements irraisonnables doivent être supprimés et des vides juridiques comblés. Nous proposons dans le cadre de ce travail quelques suggestions.

### ***2.2.1. La modification de la notion de l'achat et de vente en bourse***

L'existence d'un règlement sur la notion de l'achat et de la vente de matières premières en bourse sur la bourse est un point particulier du système juridique du Vietnam par rapport aux autres pays. En fait, la loi de la plupart des pays dans le monde n'en parle pas. La différence vient de la façon dont la loi est édictée, ainsi que du niveau du développement de l'économie nationale de chaque pays. Pour le Vietnam, l'article 63 de la Loi commerciale en 2005 aborde seulement l'achat et la vente des marchandises à terme, mais ne fait ni référence aux mécanismes options si aux contrats à terme. Seules les opérations avec livraison physique sont considérées, sans référence aux opérations de spéculation et aux les produits dérivés financiers. Cette notion doit donc être élargie.

### ***2.2.2. L'enrichissement des règlements relatifs à l'organisation d'une bourse de marchandises***

Actuellement, il existe deux types du modèle juridique de la bourse de marchandises. Le premier type est une personne morale indépendante de l'Etat dont les membres offrent des opérations dérivées et gagnent des frais de transaction. Le deuxième type est une organisation à but non lucratif dont l'Etat ou un tel organe est propriétaire afin de créer un marché concentré à terme favorables aux opérateurs. C'est le premier modèle qui prédomine au Vietnam. Cela est conforme à la situation de l'économie vietnamienne et similaire aux règlements juridiques de plusieurs pays dans le monde. Le règlement vietnamien n'arrive cependant pas, comme nous l'avons vu, à bien décrire les caractéristiques d'une bourse de marchandises et à établir des distinctions avec les autres entités des affaires. Les trois caractéristiques suivantes doivent pourtant être reconnues juridiquement: la bourse de marchandises est la place centralisée qui organise et gère les opérations sur produits dérivés; elle est l'intermédiaire obligée, au travers de sa chambre de compensation, de toutes les transactions, se chargeant alors des services comme la réception des ordres, la confrontation des ordres, la livraison du bien, le règlement, etc.; la bourse de marchandises est une personne morale organisée sous forme d'une société à la responsabilité limitée ou d'une société par action.

En ce qui concerne la structure d'organisation d'une bourse de marchandises, elle est dirigée par la Loi de l'entreprise en 2005. Le Décret No. 158/2006/ND-CP lui adjoint deux fonctions: centre du paiement et centre de livraison. Pourtant, étant une entité spéciale, la bourse de marchandises doit être structurée sous un modèle juridique. Héritant des expériences des pays étrangers, il faut que la bourse vietnamienne de marchandises s'organise autour de trois missions principales que sont la gestion, la participation directe aux opérations et celle de soutien des opérations.

Quant aux fonctions d'une bourse de marchandises, l'article No. 67 de la Loi commerciale en 2005 dit que la bourse de marchandises a pour mission de fournir l'infrastructure et la technique nécessaire aux transactions, d'exploiter et de gérer les activités de la négociation ainsi que d'informer le prix des matières premières marchandises à tout le moment. En fait, la bourse de matières premières a pour deux fonctions principales, celle d'un intermédiaire des transactions et celle d'un teneur de marché. Selon Lexique AOF, le teneur de marché (market maker) un opérateur ou un établissement agréé (banque, courtier) intervenant sur les marchés financiers pour son propre compte, qui prend l'engagement de fournir une cotation continue, indépendamment de l'état du marché. Il contribue ainsi à la liquidité et l'efficacité des échanges pour les market-takers (investisseurs institutionnels, trésoreries, etc.). Les établissements se rémunèrent de cette activité par la différence entre leurs prix d'achat et de vente, appelés également par anglicisme le bid-ask spread. En revanche, pour prévenir des conflits d'intérêt, une stricte séparation est nécessaire entre les activités de teneur de marché et de courtage au sein d'un même établissement. Son rôle consiste à transmettre, en continu, à sa propre clientèle ou bien à l'ensemble du marché, un prix d'achat et un prix de vente. Cependant, la fonction d'un teneur de marché d'une bourse de marchandises doit être comprise selon un autre sens. C'est-à-dire, la bourse de marchandises crée un marché avec les organes et mécanismes nécessaires pour l'exploitation, la gestion et le contrôle des risques de toutes les opérations. Il est donc nécessaire de compléter la deuxième fonction dans le système juridique du Vietnam. En outre, il faut en outre élargir les missions du centre du paiement. A côté de la réception du dépôt de garantie, le centre du paiement doit quotidiennement déterminer la position de chaque opérateur, réaliser l'appel de marge si nécessaire et mettre en œuvre les mécanismes de compensation.

### ***2.2.3. L'enrichissement des règlements relatifs aux opérateurs***

Le système juridique Vietnamien ne donne aucun règlement relatif aux fonctions du membre courtier d'une bourse ainsi qu'aux cas concrets de la transaction auxquels ce type de membre est autorisé de participer. La loi américaine ou japonaise reconnaît elle aussi les deux types de membres (trader/courtier) et l'idée que les transactions puissent être réalisées pour compte propre ou pour compte de tiers. Un membre de trading peut dès lors s'engager dans une opération de courtage. Il faut que le système juridique du Vietnam tire des expériences de la part des Etats-Unis et du Japon et évolue en conformité avec cela afin de créer plus de flexibilité dans la définition des rôles des intermédiaires boursiers.

Il conviendrait en outre de modifier les conditions relatives au capital nécessaire et au niveau d'étude du gestionnaire d'un membre trading. Une entreprise désirant devenir membre de trading doit répondre aux différentes conditions présentes dans l'article No. 21 du Décret No. 158/2006/ND-CP dont la condition d'un capital juridique minimal de 75 milliards de dong (environ plus de 5 millions d'euros). Cette dernière a pour ambition d'assurer la capacité financière du membre lors de la participation aux opérations sur la bourse de marchandises. Il n'est cependant pas sûr que ce niveau du capital protège effectivement les clients du membre de trading puisque la valeur des transactions y est traditionnellement. Notons par ailleurs que les membres trading peuvent collecter ou emprunter du capital au moment de l'enregistrement des affaires dans le seul but de faire grossir leur capital et atteindre le statut recherché puis le rembourser sans que cela n'est d'incidence sur ce dernier. Dans le cas du Vietnam, il nous apparaît que cette notion de capacité financière ne se suffit pas à elle-même et doit pouvoir s'exprimer au travers l'infrastructure matérielle dont le membre de trading dispose, son niveau de la technologie, etc. Par ailleurs, la condition sur le capital du membre trading est nécessaire mais devrait idéalement être définie en fonction des transactions que le membre est autorisé à réaliser.

En ce qui concerne le niveau d'étude du gestionnaire du membre trading, le Décret No. 158/2006/ND-CP dit qu'il doit être diplômé M1 au moins. Ce règlement est trop général. Le niveau professionnel d'un individuel ne peut se résumer diplôme universitaire. La question se pose de savoir s'il faut qu'un membre de trading dispose d'un certificat d'exécution professionnel, reconnu comme tel par l'Etat. De plus, dans le but de mobiliser le capital et de créer un lien étroit avec les marchés internationaux, il faut encourager la participation des différents opérateurs, dont les investisseurs domestiques comme les organisations d'investissement, les investisseurs individuels, etc. mais également les opérateurs étrangers. En Chine, les opérateurs sont seulement autorisés à négocier des opérations à terme à l'intérieur du pays. La participation des chinois à l'extérieur du pays n'est pas encouragée. Et la participation des étrangers à l'intérieur du pays n'est pas autorisée non plus. Autrement dit, le gouvernement chinois ne permet pas aux opérateurs étrangers de négocier des transactions à terme en Chine et aux chinois de traiter des opérations à terme à l'étranger.

Actuellement, le BCEC et la VNX limitent leurs activités par le fait qu'ils n'autorisent que la participation des opérateurs vietnamiens dans le seul but de couverture, et non de spéculation. C'est une des raisons principales de leur échec. En théorie, l'efficacité du fonctionnement de la bourse de marchandises repose sur la participation commune de tous les intervenants. Une fois que la liquidité d'une bourse est améliorée, les opérateurs ont tendance, dans une logique quasi-endogène, à y renforcer leur présence y participer puisque l'achat et la vente sont plus rapides et peu coûteux, renforçant alors, par la même, la liquidité.

Pour le cas du Vietnam, il faut clairement que des solutions soient trouvées et l'élargissement du concept, « d'opérateurs » et de la diversité de la gamme de produits doit être favorisé.

Par définition, les spéculateurs traitent des opérations sur les bourses de marchandises en anticipant les fluctuations du marché dans le but d'en tirer profit. Ils se caractérisent par l'acceptation des risques. C'est un comportement qui est donc radicalement différent de celui de la couverture. Ils justifient son rôle fondamental pour l'économie en général et le secteur financier en particulier: assumer des risques que les autres intervenants ne veulent pas supporter. L'existence de spéculateurs acceptant de prendre des risques permet en effet à d'autres agents de couvrir leurs propres risques en faisant l'opération en sens inverse. C'est bien une des raisons pour laquelle l'économiste britannique Nicholas Kaldor les considère comme des « producteurs de liquidité ». De plus, selon les tenants de la théorie de l'efficacité des marchés, les spéculateurs permettent de réduire les distorsions qui peuvent apparaître momentanément sur les marchés. Quand un arbitrage est ouvert, ces opérateurs, dont l'objectif est le gain financier, vont en tirer profit tant qu'il existe.

Concernant les opérateurs étrangers, leur participation au centre et/ou à la bourse de marchandise du Vietnam apporte à la fois des opportunités et des défis. Si l'on se concentre sur les spéculateurs, il semble clair que, pour le cas du Vietnam, ceux-ci sont avant tout des « amateurs » ne disposant pas ou peu de connaissances et d'expériences sur la négociation en la bourse de marchandises et pourrait devoir faire face à des opérateurs étrangers dont la spéculation est leur quotidien. S'il n'y a aucune raison a priori pour laquelle le Vietnam ne permettrait pas la participation des spéculateurs et des opérateurs étrangers, il semble de ce point de vue bien clair qu'une attention tout particulière doit être portée à la gestion des opérations exécutées par ces opérateurs, et veiller ce qu'ils ne créent pas ou peu de dynamiques déstabilisantes. On peut augmenter pour cela la somme du dépôt de garantie (y compris la marge initiale et la marge de maintenance) qui est appliquée aux spéculateurs. De plus, il faut avoir des règlements réservés aux opérateurs étrangers comme le règlement sur le volume ou la valeur maximale de marchandises qu'un opérateur étranger est permis



d'exécuter en chaque durant chaque séance. Lorsque le « professionnalisme » des opérateurs vietnamiens, notamment des spéculateurs sera avéré, la différence de négociations entre spéculateurs nationaux et étrangers pourra être levée.

#### ***2.2.4. L'enrichissement des règlements relatifs au contrat des produits dérivés***

Actuellement, il y a une confusion dans l'appellation du contrat négocié sur la bourse de marchandises. Au lieu du « contrat à terme ou future », le système juridique du Vietnam appelle « contrat Forward ». De plus, les notions du « contrat Forward » et « l'option » ne sont pas bien décrites. Elles s'orientent seulement sur la livraison physique, sur l'objectif de la couverture des risques sans spéculation. Alors, il faut remplacer le mot « contrat Forward » par « contrat à terme ou future », et élargir la notion de sous-jacent pour progressivement intégrer au système financier vietnamien les produits dérivés sur actifs financiers et pas uniquement sur actifs réels comme les matières premières. Quant au contenu du contrat standardisé qui est négocié sur la bourse de marchandises, il nous semble préférable, pour des questions de souplesse administrative, que celui-ci soit défini dans le cadre de la charte de la bourse de marchandises, au lieu du système de la loi de l'Etat. Ce contenu doit être établi par les membres fondateurs de la bourse de marchandises et vérifié par les organes étatiques responsables de l'approbation de la création d'une bourse de marchandises.

#### ***2.2.5. L'enrichissement des règlements relatifs à la gestion étatique sur les produits dérivés***

L'article No. 72 de la Loi commerciale en 2005 et l'Article No. 4 du Décret No. 158/2006/ND-CP a donné le droit de gérer les opérations sur la bourse de marchandises au Ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam. Le Département du marché domestique, en coopération avec le Département législatif (faisant partie du Ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam), tous les deux Départements, est chargé de recevoir et de vérifier le dossier de demande de création d'une bourse, ainsi que de contrôler ses activités. Pourtant, il semble que ce règlement ne soit pas juste puisque la plupart des opérations se réalisent sur les produits dérivés et la livraison physique s'occupe d'une toute petite partie. De plus, le Département du marché domestique n'est guère spécialisé dans les activités du marché à terme, de la gestion des opérations à terme n'étant qu'une parmi ses multiples fonctions et sa coopération avec les autres organes concernés ne semble pas optimale. Il apparaît dès lors important de œuvrer à la création d'une organisation particulière, à l'image de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ou de la Financial Services Authority britannique, dont la mission principale serait la gestion de toutes les activités relatives à l'achat et à la vente sur la bourse de marchandises, dont la vérification des dossiers de la création, la promulgation de la licence d'exécution professionnelle, l'approbation de la charte de la bourse de marchandise, le contrôle du fonctionnement d'une bourse de marchandises, la résolution des conflits, etc. Il faut considérer les opérations sur la bourse de marchandises comme une activité d'investissement financier. L'organisation responsable de la gestion étatique de celle-ci doit appartenir au Ministère de la Finance, au Comité des valeurs mobilières du Vietnam ou être indépendante.

Afin de limiter les inconvénients qui pourraient apparaître, il faut clarifier le rôle de l'autorité en charge de l'observation et du contrôle et établir une procédure d'exécution de cette mission et de coopération entre les unités concernées. En particulier, il est nécessaire de trouver des solutions pour résoudre les problèmes de désinformation, de délit d'initié, de manipulation des prix et du marché, etc.

L'activité sur produits dérivés ayant des matières premières pour sous-jacent est, comme nous l'avons vu, principalement régie par la Loi Commerciale de 2005, le Décret de



Décembre 2006 et une Circulaire de 2009, mais ce n'est pas tout. Le Code civil en 2005, la Loi de l'Entreprise en 2005, la Loi des établissements de crédit en 2010, la Loi des transactions électroniques en 2005 et les autres documents juridiques sur les procédures civiles, administratives et pénales parlent également des produits dérivés, directement ou indirectement. Le Code civil en 2005 aborde notamment le contrat d'achat et de vente du bien et du service, tandis que la Loi sur transactions électroniques de 2005 complète les règlements sur la valeur juridique ainsi que les méthodes de transactions électroniques du contrat d'achat et de vente du bien sur la bourse de marchandises. La Loi des établissements de crédit de 2010 contient quant à elle des règlements sur l'aspect du paiement du Centre de compensation. Autant d'éléments qui démontrent qu'il y a trop de documents législatifs régissant les produits dérivés ou les opérations à terme, chacun traitant d'un aspect particulier de la transaction. Cela rend le système juridique très flou et difficile à appliquer. Il est donc indispensable de revoir tous les documents législatifs sur la bourse de marchandises afin d'aboutir aux ajustements nécessaires.

### **3. La diffusion des informations aux opérateurs et la formation du personnel des institutions financières**

#### **3.1. L'amélioration de la compréhension sur la couverture des risques par la négociation sur la bourse de marchandises**

La réalité des affaires justifie le rôle important de la bourse de marchandises pour les producteurs, les investisseurs ainsi que pour l'économie nationale. Il importe dès lors que ses ambitions et ses potentialités sont pleinement comprises ce qui n'est pas nécessairement une chose simple. Selon le Vernmimen, *la couverture est une pratique qui consiste à se protéger contre un risque non désiré. C'est un comportement général employé aussi bien par les industriels, qui cherchent à se prémunir contre la fluctuation des marchés de capitaux, que par les investisseurs sur les marchés financiers.* C'est la raison pour laquelle il existe des marchés à terme. Comme nous l'avons vu, un agent en position longue physique va prendre une position « short » sur le papier (en bourse) qu'il rachètera dès lors son opération commerciale de vente des matières premières dont il dispose est effectuée. Les gains (pertes) réalisés sur le marché papier compensent les gains (pertes) réalisés sur le marché physique. Une opération symétrique sera mise en œuvre par l'utilisateur de matières premières, en position physique « short »; Un négociant va protéger ses positions contre le risque de variation de prix en prenant des positions de sens opposé sur le marché à terme, pour des tonnages et des échéances a priori équivalents. Cependant, en réalité, l'opération est plus complexe puisque l'opération physique, qu'il s'agisse d'un négociant, d'un producteur ou d'un utilisateur, n'est jamais réalisée au même prix que la cotation du terme, ce qui nécessite d'introduire la notion de différentiel et de base, cette dernière pouvant être variable. Ceci appelle deux remarques fondamentales. En premier lieu, l'absence de livraison physique en aliment du contrat papier ne peut être, en tant que telle comprise, comme le signe d'une opération spéculative, car il s'agit bien là d'une des raisons essentielles du fonctionnement d'un marché future qui le différencie d'un marché Forward. Affirmer qu'un marché future est « virtuel » est donc spéculatif parce que seulement 2% des opérations appellent à une livraison physique témoigne d'une méconnaissance profonde de ce marché. Il est, en second lieu, tout à fait erroné de penser, comme pourrait le suggérer la définition de l'opération de couverture ci-dessus, qu'un opérateur en position physique longue ou courte se protège totalement des risques en s'engageant dans une opération de fix-price hedging. Il subit toujours un risque de base et ne pas le reconnaître peut amener à subir des pertes financières considérables.

Quant à la spéculation, elle se caractérise par l'acceptation d'un risque. Le spéculateur est donc celui qui prend position et fait en théorie un pari sur l'évolution future d'une valeur. C'est un comportement qui est donc radicalement différent de celui de la couverture. Au travers de cette dernière, l'utilisation des produits dérivés ne repose cependant sur aucune réelle certitude ou quelque schéma scientifique, mais est affaire de choix et d'anticipations. Sous sa forme la plus simple, couvrir un risque par la négociation d'un prix à terme, Forward ou future, revient à considérer que les conditions de prix qui prévalent en  $t_0$  sont plus intéressantes que celles qui prévaudront en  $t+n$  et qu'il convient donc de les fixer immédiatement pour en bénéficier dans le futur. Un acheteur à terme bloque (en supposant que le risque de base est nul) de cette façon le prix auquel il achètera la matière première à une date ultérieure. Ne rien faire face à ce risque, c'est à l'inverse considérer que les conditions de marché seront plus favorables demain et donc spéculer. Pour autant, rien ne permet d'affirmer en  $t_0$  qu'une solution est, dans l'absolu, toujours préférable à l'autre et les conséquences financières d'une erreur pourront être aussi lourdes pour celui qui s'est couvert que celui qui a spéculé. Choisir une stratégie de couverture impose ainsi de trouver la stratégie financière adaptée aux anticipations que l'on forme sur le niveau et la volatilité du prix de la matière que l'on achète ou que l'on vend, mais également d'appréhender les conséquences financières d'une anticipation erronée. A la différence d'une opération à terme, une option dite « call » ou « cap » permet de fixer un prix maximum d'achat et limite très largement le coût d'une d'erreur d'anticipations. En cas de baisse du prix de la matière première, un acheteur à terme est en effet condamné à acheter au prix fixe qu'il a contractualisé, alors que l'acheteur du call/cap pourra bénéficier de cette baisse des cours. Cette dernière stratégie n'est cependant pas sans contrainte. Une option d'achat sur matières premières est d'autant plus chère que la volatilité anticipée des prix est importante.

### **3.2. L'amélioration des connaissances et techniques des opérateurs ainsi que des sujets participant à la négociation sur la bourse de marchandises**

#### **3.2.1. L'amélioration des connaissances des investisseurs**

La négociation sur la bourse de marchandises demande à ce que les opérateurs disposent de bonnes connaissances et compétences relatives au marché des produits dérivés et maîtrise, au-delà même de la notion de produits, la « culture du risque » telle qu'évoquée dans la section précédente. Peu d'opérateurs vietnamiens connaissent pourtant en profondeur les produits dérivés, dans une logique de couverture, comme de spéculation. Lors de la participation aux bourses internationales de marchandises, ils se confrontent par ailleurs aux risques de ne pas comprendre les règlements et la pratique des affaires du pays où se trouve la bourse de marchandises, les principes stricts de l'opération de bourse qu'ils réalisent ou les règles que leur imposent leurs intermédiaires financiers, etc. Ils doivent par ailleurs faire face au problème du décalage horaire quand ils participent aux marchés européens ou nord-américains. Les règlements sur la gestion du change de la SBV provoquent aussi des barrières à la transaction des investisseurs vietnamiens sur la bourse internationale de marchandises.

Les investisseurs vietnamiens doivent considérer la gestion des risques comme une mission très importante, indissociable de leurs activités commerciales dès lors que celles-ci seraient dépendantes d'un prix aussi volatil que celui du café. Il est donc nécessaire de mettre en œuvre au Vietnam des stratégies de diffusion des connaissances sur les différentes opérations de gestion des risques, par l'organisation de conférences professionnelles, des programmes de publication ou promotion, avec la coopération et le soutien des universités, et des autres institutions opérant dans le domaine de la recherche économique. Les bourses vietnamiennes de marchandises, le Comité nationale des valeurs mobilières du Vietnam et les entreprises jouant le rôle du membre trading ou de courtage doivent être impliqués dans cette

dynamique. Ces formations doivent aborder les questions générales suivantes: Comment identifier et mesurer un risque de prix? Quels sont les produits et les stratégies disponibles pour le couvrir et comment les différencier? Le risque subi nécessite-t-il le recours à une bourse de marchandises? Quelles sont les procédures de transaction sur une bourse de marchandises? Quels sont règlements qui la régissent? Quelles sont les contraintes, financières ou réglementaires, qu'elle implique et quels sont les risques qui lui sont associés? Des questions plus techniques pourront, une fois ces connaissances de bases acquises être traitées: les techniques d'arbitrage de place, les choix du mois des échéances à couvrir, le montant des produits physiques à couvrir et la notion « d'optimal hedge ratio », ou encore les procédures de « cross-hedging ». Il apparaît nécessaire, dans ce cadre, de relier la théorie et la pratique d'exécution et favoriser, dans une logique d'apprentissage, le recours aux plates-formes de trading virtuels, comme en proposent de nombreuses bancaires et opérateurs financiers à l'international.

### ***3.2.2. L'amélioration de la qualité du personnel de la bourse de marchandises et des banques commerciales du Vietnam***

On peut affirmer que le niveau professionnel des gestionnaires et du personnel, tant de la bourse vietnamienne de marchandises que des banques commerciales du Vietnam, est un facteur essentiel pour le succès des opérations dérivées sur les marchés domestiques et internationaux. Leur rôle est d'autant plus important dans un contexte où la négociation des produits dérivés est un réseau d'investissement nouveau pour les opérateurs vietnamiens. Il faut qu'ils soient professionnels aguerris disposent de connaissances et de compétences de haut niveau sur ce domaine afin de pouvoir donner, conformément à leurs fonctions, les renseignements nécessaires aux opérateurs vietnamiens. Ceci ne semble être totalement le cas aujourd'hui, ce qui pose la question urgente de leur formation.

L'amélioration de la qualité du personnel de la bourse vietnamienne de marchandises et des banques commerciales du Vietnam doit axer sur deux objectifs: le recrutement et la formation.

En théorie, la formation du personnel d'une entreprise peut être interne ou externe<sup>36</sup>. Avant chaque formation, il faut définir les objectifs, identifier le public, définir le contenu, le déroulement (la durée de l'action) et prévoir les moyens d'évaluation et le suivi de formation. Ensuite, il est indispensable de mobiliser les moyens nécessaires à la formation et de choisir des formateurs. Durant la formation, il convient de respecter les règles prises en charge des actions de formation telles que les objectifs pédagogiques et opérationnels de la formation, le programme écrit, les moyens pédagogiques, les techniques et l'encadrement, le dispositif de suivi-évaluation, l'attestation de fin de formation. Quant à l'évaluation de la pertinence et de

<sup>36</sup> La formation interne est conçue et réalisée par l'entreprise, avec ses propres ressources en personnel et logistique, son matériel, ses supports pédagogiques, au bénéfice de ses collaborateurs. Elle présente plusieurs avantages comme la diffusion de la culture de l'entreprise, le transfert des savoir-faire métiers, la mobilisation et valorisation des salariés experts et pédagogues au sein l'entreprise, la réduction du coût de formation (puisque le coût de la formation interne est toujours raisonnable et de beaucoup inférieur au coût de formation externe), etc. N'importe quelle banque ou bourse ne peut y satisfaire. Ces organisations doivent en effet réunir les conditions matérielles nécessaires comme les locaux, l'équipement, les supports techniques et mobiliser en interne des salariés experts de bonnes compétences professionnelles et pédagogiques dans le domaine des produits dérivés. Au cas où il ne disposerait pas des compétences en interne, la banque ou la bourse de marchandises peuvent faire appel à des formateurs extérieurs pour des actions ponctuelles et précises. Leurs qualités pédagogiques doivent être assurées. Alors, cette méthode de formation permet de profiter des ressources à l'interne de la banque ou de la bourse de marchandises et répond à un besoin de formation sur-mesure portant sur les métiers spécifiques. La formation externe se passe au cas où l'entreprise ne serait pas capable d'organiser la formation interne ou la formation interne ne répondrait pas aux demandes exigées. L'entreprise fait appel à un prestataire de formation extérieure pour assurer la conception, la réalisation et l'organisation de l'action.

l'efficacité du programme de formation, il faut souligner les deux contenus essentiels: l'un est de connaître le degré de satisfaction des participants sur l'atteinte des objectifs, l'adéquation aux attentes, l'animation du formateur, les méthodes pédagogiques et d'organisation matérielle (lieu, horaire, repas, pauses, support remis, etc.). L'autre est de mesurer l'impact de la formation sur l'environnement de travail (compétences acquises, mise en pratique sur le poste de travail, utilisation des connaissances acquises, amélioration de l'organisation de travail, diminution d'erreurs ou de défauts, optimisation des outils de production).

Les quatre banques les plus grandes du Vietnam<sup>37</sup> ont déjà fondé leurs centres ou écoles de formation qui s'organisent sous la forme d'un service de soutien de la banque (à côté du Centre de la technologie informatique) et fonctionnent indépendamment des activités bancaires quotidiennes. Ils recrutent des personnes ayant de bonnes compétences professionnelles et pédagogiques pour le poste d'enseignant ou de formateur qui peuvent être employés de la banque et participent alors à la formation interne à côté de leur travail principal. Quant aux autres banques et les bourses de marchandises, le service des ressources humaines est responsable de cette mission. Dans quelques cas, le service de l'activité professionnelle se charge de la formation de son personnel et le rapporte à la direction de ressources humaines pour la préparation des matériels nécessaires à la formation interne. Les formateurs internes sont employés de la banque. Leur formation interne est naturellement beaucoup limitée que celle proposée dans les grandes banques. Concernant les produits dérivés – domaine très nouveau au Vietnam, la formation interne n'est pas simple. C'est donc avant au travers de la formation externe que l'amélioration de la compétence des personnels bancaires et boursiers peut se faire. Il semblerait de ce point de vue intéressant quelles banques et les bourses vietnamiennes de marchandises inviter davantage d'experts étrangers à venir au Vietnam pour donner des formations au personnel. Ces experts peuvent être professeurs travaillant dans les universités ou grandes écoles reconnues dans le monde ou des professionnels œuvrant dans les grandes institutions d'investissement. Le coût de l'invitation des experts internationaux est cher et imposerait que les banques et les bourses de marchandises coopèrent dans ce domaine.

Une autre forme de formation externe peut être envisagée au travers de la participation des employés vietnamiens à l'étranger pour une formation à court terme. Les bourses internationales de marchandises, souvent très axées sur les problématiques de formation à l'image du CME, disposent de telles offres. Ces employés auraient alors deux missions, celui bien sûr de la participation aux cours internationaux, mais également le transfert des connaissances acquises aux collègues. La question de la formation ou, plus vraisemblablement, de la sensibilité, aux problématiques de gestion des risques ne peut cependant être limitée aux cadres des bourses et du secteur bancaire et doit concerner les cadres étatiques, en charge de l'administration et de la réglementation de ce secteur. Leurs compréhensions de ces problématiques et leurs capacités à y répondre ont de toute évidence un impact déterminant sur l'avenir des bourses au Vietnam.

#### **4. L'encouragement de la participation active des banques du Vietnam**

Les produits dérivés se développent sans cesse tant au regard des volumes traités que du nombre de sous-jacents. En dépit de leur responsabilité dans le déclenchement ou la

---

<sup>37</sup> Y compris, la Banque du commerce extérieure du Vietnam (VCB – Bank for foreign trade of Vietnam), la Banque de l'industrie et du commerce du Vietnam (Vietinbank – Vietnam Joint Stock Commercial Bank for Industry), la Banque de l'agriculture et du développement rural du Vietnam (Agribank – Vietnam Bank for Agriculture and Rural Development), la Banque de l'investissement et du développement du Vietnam (BIDV – Bank for Investment and Development of Vietnam).

propagation des crises à l'instar des crédits defaults swaps durant la crise financière de 2008, leur rôle économique s'affirme. En raison du processus d'intégration du Vietnam à l'économie internationale et devant la tendance de la libération du marché financier, les banques commerciales du Vietnam se trouveront, à l'instar de leurs homologues européens ou américains, davantage confrontées aux fluctuations du monde des affaires ce qui peut entraîner des risques importants. Il est donc nécessaire de perfectionner la sécurité des opérations sur produits dérivés pour que les banques commerciales du Vietnam puissent se couvrir d'une part et d'autre part protéger les clients qui en feraient la demande. Actuellement, la plupart des opérations exécutées par les banques commerciales du Vietnam sont financières. De temps en temps, ces institutions participent également aux transactions de marchandises, dont le café, dans un but spéculatif, mais celles-ci restent limitées. La plupart des banques commerciales du Vietnam n'envisagent pas ou peu le potentiel du marché des produits dérivés et les bénéfices qu'elles peuvent en retirer. Elles s'arrêtent au rôle d'un intermédiaire (RTO) entre les opérateurs vietnamiens et les bourses internationales, avec des frais de courtage encore élevés, limitant de facto l'intérêt des opérateurs des filières agricoles.

- Elles ne disposent pas d'une compréhension profonde sur la demande du marché domestique et ne s'intéressent pas à la publicité et à la promotion de leur image sur ce marché
- Elles ne disposent pas, comme nous l'avons souligné dans la section précédente, d'employés suffisamment formés à ces problématiques. Le niveau académique et l'expérience des employés travaillant dans le champ des produits dérivés et monétaires sont beaucoup limités.
- L'infrastructure des banques commerciales du Vietnam est assez moderne mais insuffisante pour le développement des opérations sur produits dérivés.
- La procédure d'exécution des opérations est perfectible.
- Le réseau des affaires des banques commerciales du Vietnam qui lui permettrait d'accroître son activité dans ce domaine n'est pas suffisamment large.

#### **4.1. Renforcer l'implication des banques commerciales du Vietnam dans le secteur des produits dérivés de matières premières**

Actuellement, dans le secteur des produits dérivés de matières premières, les banques commerciales du Vietnam jouent seulement le rôle d'un agent de courtage. Elles se chargent de recevoir des ordres et ensuite les transférer aux courtiers internationaux avant que les ordres ne soient introduits dans le système des commodity exchange nord-américains, européens ou asiatiques. Tout opérateur vietnamien souhaitant intervenir sur ces places est donc obligés d'utiliser les services offerts par ces différents niveaux d'intermédiation, ce, qui prend du temps, critère quasi-réducteur lorsque l'on connaît l'enjeu considérable de la rapidité de la passation des ordres incarné notamment par le trading à haute fréquence, et cela coûte cher.

Les banques commerciales du Vietnam se développent pourtant bien, disposent des personnes bien formées sur les autres domaines de la finance et du commerce international, et sont donc, en termes de puissance financière et humaine, totalement capables de répondre aux exigences posées par les grandes bourses internationales de marchandises (si elles veulent). Faut-il dès lors que les banques commerciales du Vietnam deviennent membre officiel de ces bourses ou courtier habilité à traiter?

Etant membre officiel d'une bourse internationale, la banque commerciale du Vietnam réduit le degré d'intermédiation entre l'opérateur et la bourse et peut reporter les avantages de coûts qui en découlent sur ses clients. Elle diversifie son offre commerciale et se procure un avantage concurrentiel sur la scène bancaire nationale. Les services offerts appellent en outre



la mise en œuvre d'autres produits (gestion de compte, transaction en devises, financements transactionnels notamment) qui sont autant de sources de produit net bancaire.

Les conditions d'adhésion aux bourses internationales de matières premières sont claires et transparentes et il n'existe pas obstacles économiques a priori pour que les banques commerciales y participe, mais il importe de toute évidence de savoir si le système juridique et réglementaire du Vietnam. Le paradoxe veut qu'il existe, une fois encore, un vide juridique dans ce domaine.

#### 4.2. Une complémentarité des services touchant aux produits dérivés

A côté des offres relatives aux matières premières, il faut que les banques commerciales développent ses services sur le change puisqu'il s'agit des deux activités intimement liés dans le cas des exportateurs de café vietnamiens. Depuis longtemps, les services sur le change, et notamment les produits dérivés sur devises, sont largement exploités dans les banques commerciales du Vietnam. Le lien entre le département des devises étrangères en charge de cette offre et le département des matières premières est ténu. Il semble clair, dans le cas du secteur café, que ces deux problématiques doivent être gérés conjointement tant pour des raisons logistiques, commerciales que financières. La relation client serait en cela mieux gérée et l'efficacité des procédures de couverture a priori optimisée. La littérature académique analysant depuis longtemps les dynamiques de prix jointes des matières premières et du change fait apparaître des corrélations importantes, notamment en ce qui concerne le dollar, principale monnaie de cotation des matières premières avec le sterling. Ceci n'est pas sans incidence sur la définition de la stratégie de couverture globale d'un exportateur vietnamien qui serait simultanément exposé à un risque de baisse des prix sur le café et de dépréciation du dollar (si la parité entre le dong et le dollar est relativement stable, celle entre le dollar et le yen par exemple ne l'est pas, ce qui crée de facto un risque de change pour un exportateur qui vendrait du café sur le marché japonais). En fonction de la valeur de la corrélation – positive ou négative, faut-il couvrir les deux risques, l'un ou l'autre, ou aucun des deux s'ils se compensent « statistiquement »?

#### 4.3. Le renfort du soutien en faveur des entreprises

A côté des services principaux évoqués précédemment, les banques commerciales doivent renforcer leur soutien en faveur des entreprises du secteur caféicole vietnamien. Il s'agit de « la valeur ajoutée » que les banques offrent en plus à leurs clients. C'est aussi le point de différenciation commerciale entre les banques commerciales lorsque leur tarification est similaire.

– *L'importance de la fonction conseil*: La négociation sur les bourses de marchandises surtout internationales, ce n'est pas facile pour les entreprises vietnamiennes et la qualité de la fonction « conseil » quelles banques commerciales peuvent offrir est essentielle.

–

– *L'offre d'informations de marché*: Disposant de personnes bien formées en finance et maîtrisant tout l'enjeu des politiques macroéconomiques mises en œuvre dans les économies des pays industrialisés les banques commerciales sont capables d'analyser l'évolution des marchés physiques comme financiers. Elles disposent des informations leur permettant de développer une vision de l'économie mondiale, de l'économie nationale ainsi le marché des produits déterminés dont le café.

–

– *Un soutien financier sur les appels de marge*: L'utilisation des produits dérivés impose un certain nombre de contraintes dont il serait dangereux de sous-estimer l'importance. La



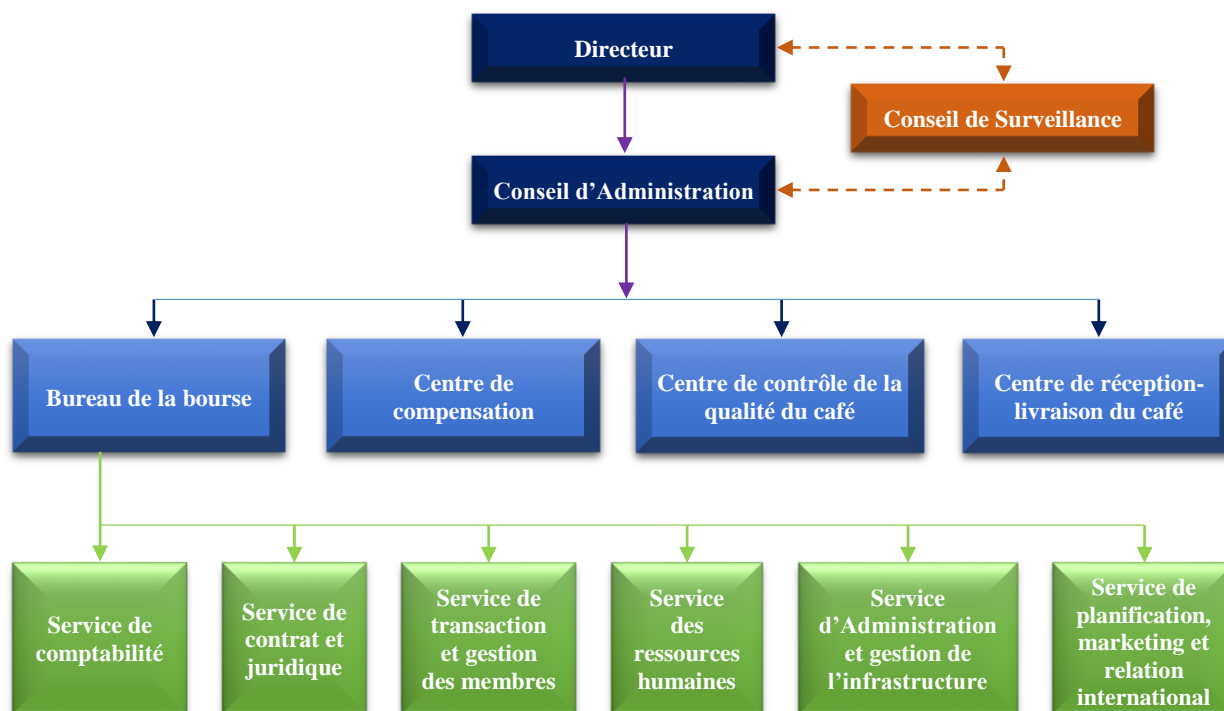
question des appels de marge compte parmi celles-ci. Un exportateur dispose d'une position longue sur le café physique, et donc d'une position short sur le papier dans une logique de fix-price hedging, sera en effet continuellement appeler en marge si le prix du café venait à monter. Ceci lui impose non seulement de disposer d'une trésorerie importante et également de la gérer quotidiennement, ce qui est en pratique particulièrement contraignant. Dans le cadre de la relation commerciale « globale » qu'elle se doit de développer dans son offre de produits de couverture à destination de la filière café, la banque doit pouvoir assumer sur une période de temps donnée (le plus souvent un mois) le paiement de ses appels de marge pour le compte de son client, en contrepartie de la perception d'un taux d'intérêt.

## CHAPITRE 4 – LA REORGANISATION DU BCEE

### I. L'ORGANISATION STRUCTURELLE DE LA BOURSE

#### 1. La bourse sous la forme d'une société par action

*Graphique 33: La proposition d'un modèle de la structure d'organisation d'une bourse de marchandises au Vietnam*



La bourse de marchandise aux Etat – Unis s'organise sous la forme d'un ou une holding ou société faîtière ayant pour vocation de regrouper des participations dans diverses sociétés et d'en assurer l'unité de direction. En Chine, la plupart des bourses du commerce suivent le modèle du CBOT tout en corrigeant quelques points pour le rendre conforme aux situations réelles du pays. En Inde, « l'équitization » est une condition pour la mise en place d'une bourse de matières premières. Toutes les bourses de marchandises en Inde sont en effet des sociétés par action avec la participation de plusieurs organisations. A titre d'exemple, les actionnaires principaux de la Multi-marchandises Exchange (MCX comprennent la société de la technologie financière ((Financial Technologies.Ltd), la banque centrale de l'Inde et plus banques commerciales. La National Commodity & Derivatives Exchange Limited (NCDEX) réunit quant à elle des partenaires étant pour la plupart membre des institutions gouvernementales, à l'image de la compagnie d'assurance-vie Indienne ou de la Banque du développement agricole et rural (NABARD). Nous basant sur la structuration de ces commodity exchange et prenant en compte les spécificités économiques du Vietnam ainsi que son environnement légal et réglementaire, nous proposons un modèle de bourse du café au Vietnam, schématiser par le graphique ci-dessus. Cette bourse est organisée sous la forme d'une société par action. Sous l'autorité d'un directeur, le Conseil d'Administration a pour détermine les orientations stratégiques de la bourse<sup>38</sup>. Selon la Loi de l'Entreprise du Vietnam, le Conseil de Surveillance est nommé par l'Assemblée générale des actionnaires. Il a trois membres en général et cinq dans quelques cas particuliers. Il a pour mission d'observer

<sup>38</sup> Le Directeur et les membres du Conseil d'Administration sont nommés par l'Assemblée générale des actionnaires de la bourse.

toutes les actions du Directeur ainsi que du Conseil d'Administration, et d'identifier ainsi que de signaler toute action contraire aux règlements juridiques ou sociétaires et aux intérêts des actionnaires. La bourse du café se compose d'un centre de compensation, d'un centre de contrôle de la qualité des produits, d'un centre de livraison et d'entreposage des marchandises et le bureau de la bourse, comprenant les services suivants:

- Le service de comptabilité a pour fonction d'organiser, contrôler et observer des activités de finance et de comptabilité liées aux opérations boursières.
- Le service juridique a pour fonction de:
  - ✓ Rédiger les règlements du fonctionnement de la bourse
  - ✓ Renseigner le conseil d'administration sur toute question juridique.
  - ✓ Examiner les spécifications du contrat et proposer les modifications nécessaires.
  - ✓ Participer à la résolution des litiges entre les opérateurs et la bourse de marchandises
- Le service de transaction et gestion des membres a quant à lui pour responsabilité de:
  - ✓ Mettre en œuvre le système des opérations de la bourse de marchandises, y compris le réseau local (LAN) et le réseau long distance (WAN) qui connecte la bourse de marchandises avec ses membres, la transaction avec le paiement et la livraison du produit
  - ✓ Gérer le système des opérations tout en s'assurant que les activités des transactions et la distribution de leur résultat sont transparentes et respectent bien les principes de la bourse
  - ✓ Effectuer le suivi des transactions pour détecter et prévenir les transactions anormales ou les transactions que les opérateurs ne sont pas capables de payer
  - ✓ Faire de la recherche afin de perfectionner et moderniser le système trading
  - ✓ Fournir des informations et des services du soutien du marché comme les statistiques sur le prix, etc.
  - ✓ Contrôler et superviser les activités des membres de la bourse, les acheteurs, les vendeurs à l'intérieur ainsi qu'à l'extérieur de la bourse
  - ✓ Renseigner les membres et autres opérateurs sur le respect des principes ainsi que des règlements de la bourse
  - ✓ Etudier les propositions d'admission ou d'expulsion d'un membre de la bourse
- Le service des ressources humaines a pour fonction de recruter, former et développer la ressource humaine pour la bourse.
- Le service administratifs et de gestion de l'infrastructure a pour fonction de:
  - ✓ Réaliser l'ensemble des tâches administratives
  - ✓ Mettre en œuvre la gestion des actifs sur la bourse de marchandises
  - ✓ Organiser les conférences ou réunions, etc.
  - ✓ Mettre en œuvre la prévention des incendies
- Le service de planification, marketing et relation internationale a pour fonction de:
  - ✓ Etablir le business plan
  - ✓ Organiser les activités de Marketing
  - ✓ Etablir la relation avec les partenaires étrangers

## **2. La plateforme de négociation**

Jusqu'à présent, le CME Group, principale entreprise au monde de – bourses de produits dérivés (sur produits financiers et sur actifs réels) a maintenu la négociation à la criée mais seulement pour les produits énergétiques et les métaux sur le parquet situé dans le bâtiment historique du CBOT à New York. Il comprend des espaces circulaires à plusieurs niveaux qui servent de corbeilles de négociation. Cette négociation à la criée, système historique de négociation des ordres sur l'ensemble des places boursières, a bénéficié des dernières avancées technologiques avec la possibilité de faire des négociations électroniques avec l'installation des ordinateurs dans des cabines qui entourent les corbeilles. Dans ce cadre, CME Globex est la plate-forme de négociation sur CME Group Inc. Etant la première plate-forme de trading à terme électronique mondial, elle a été introduite en 1992 pour compléter le système traditionnel de la criée afin d'améliorer l'efficacité de la négociation et de prolonger les heures de négociation. Grâce à la plate-forme de négociation électronique CME Globex, les opérateurs dans tout le monde peuvent accéder à la plus large gamme des produits dérivés, presque 24 heures sur 24 et tous les jours ouvrables de bourse. Le début de chaque journée de négociation est marqué par l'ouverture de la session de l'après-midi. Cependant, les heures de session varient en fonction des différents produits ainsi que leurs spécifications.

CME Globex offre par ailleurs une vitesse rapide d'exécution, la transparence, l'anonymat et l'intégrité du marché. Aujourd'hui, environ 80% de toutes les transactions sur CME Group Inc. sont exécutées électroniquement. Disponible pour les clients de plus de 150 pays, l'accès à CME Globex se réalise à travers les divers moyens des centres de télécommunications situés dans les centres principaux financiers aux Etats-Unis, en Europe, en Asie et en Amérique latine. Or, la relation de CME Group Inc. avec les bourses dans le monde entier permet l'accès à l'échelle mondiale et l'élargissement de la gamme des produits. Le système de CME Globex est amélioré sans cesse pour mieux offrir des produits aux clients, en termes de grande vitesse (high-speed), de grande capacité de quantité (high-volume capacity) et de gamme des produits.

Au même titre que le CME, l'Intercontinental Exchange Inc. (ICE) est une bourse de référence du café. La négociation des contrats futures sur le café Robusta se passe seulement sur l'ICE Europe (issu de l'absorption du LIFFE à la suite de la scission du groupe NYSE-Euronext, tandis que la négociation du café Arabica est exécutée sur l'ICE Futures U.S (à la place financière à New York aux Etats-Unis). Elle utilise la plate-forme universelle de négociation (Universal Trading Platform – UTP). Il s'agit d'une plate-forme multi-marché, multi-géographie et multi-régulation, mais encore multi-actifs couvrant tous les produits listés sur les places boursières de NYSE Euronext et reposant sur les technologies les plus évoluées qui était développée et commercialisée par NYSE Technologie – premier fournisseur mondial de bout en bout des solutions du commerce électronique. Elle est introduite sur tout le système de NYSE Euronext à partir de 2009. Les points forts de cette plate-forme tiennent à la réduction considérable de la durée de traitement des ordres, à la capacité de traiter un grand nombre d'ordre et un énorme volume des transactions, de trois fois supérieurs aujourd'hui à ceux des autres plateformes existantes.

Actuellement, l'UTP est considérée comme une des plates-formes les plus performantes, les plus flexibles et les plus évolutives disponibles dans le monde. Avec l'UTP, les opérateurs bénéficient bien d'avantages considérables. Grâce à un système de fonctionnalités supérieur à ceux des autres plates-formes, les opérateurs peuvent réaliser des stratégies complexes de trading au meilleur prix possible. Ils sont par ailleurs informés en temps réels sur leurs positions à travers le carnet total des ordres fourni par le système NYSE Liffe Exchange Date Publisher (XDP). Grâce à cette plateforme, l'opérateur peut directement accéder au réseau global SFTI (Secure Financial Transaction Infrastructure) de NYSE

Euronext. La gestion de l'accès au réseau SFTI est réalisée par un fournisseur de services nommé Application Service Provider (ASP) ou Extranet Service Provider (ESP). L'ESP est responsable de fournir la connectivité entre SFTI® Point of Presence (PoP) et le lieu de l'opérateur, tandis que l'ASP offre un ensemble des services supplémentaires comme les données du marché, la soumission de l'ordre, etc. L'accès via l'ASP apporte à l'opérateur des avantages considérables. Parmi une large gamme d'options de connectivité au réseau SFTI® qui est offerte par l'ASP, l'opérateur peut choisir le meilleur répondant bien à ses exigences spécifiques. Cette méthode supprime totalement l'utilisation du matériel et logiciel de trading. L'opérateur doit mettre en contact avec un partenaire ASP ou ESP de NYSE Liffe pour l'abonnement.

La deuxième méthode d'accès permettant à l'opérateur de se connecter au NYSE Liffe est à travers son propre réseau mais à condition que l'opérateur soit membre abonné du marché et bien équipé d'un logiciel de trading (front-end trading application). NYSE Liffe ne propose aucun logiciel standardisé de trading, mais donne des critères en faveur des Independent Software Vendors (ISVs). Ces derniers sont obligés de répondre aux exigences strictes imposées par cette bourse pour pouvoir devenir NYSE Liffe certified ISV.

La troisième méthode de connexion entre l'opérateur et NYSE Liffe passe par l'accès aux bureaux de trading. Le bureau de trading se définit comme un intermédiaire offrant précisément cette connexion à la bourse NYSE Liffe, comme de toute autre bourse, à des fins de négociations directes. Il se charge pour cela de la technologie informatique, du back office, de la gestion des risques et du service de compensation. L'opérateur peut bénéficier, sans supporter en propre de coûts d'infrastructure, de l'ensemble des services et de la technologie nécessaire à la mise en œuvre de sa stratégie de hedge ou de spéculation. Quelles sont, sur cette base, les fonctionnalités que la plateforme de négociation sur la bourse du café au Vietnam se devrait d'avoir? Il faut en premier lieu que la bourse du café du Vietnam dispose d'une plateforme utilisant le réseau local (LAN) et le réseau longue distance (WAN) qui permet de connecter la bourse de marchandises avec ses membres, ses opérateurs. Tous les ordinateurs sont alors connectés avec le serveur qui peut recevoir, classifier, traiter et confronter des ordres en termes du prix et volume et permet donc d'établir des contrats commerciaux entre les opérateurs. Chaque opérateur ou membre a son code et mot de passe<sup>39</sup> permettant de s'identifier dans le système de négociation et d'introduire des ordres. Les ordres se confrontent automatiquement. La plateforme doit permettre d'informer en temps réel les opérateurs du résultat de la négociation. Elle doit par ailleurs permettre d'accéder à tout moment aux informations relatives au le compte de transaction, aux nouvelles du marché, ou les limites minimales ou maximales de la fluctuation du prix, etc.

Le Vietnam a découvert les opérations boursières depuis 2000. D'importants progrès ont été réalisés. L'exécution des ordres devient facile et populaire au moins pour les investisseurs, les entreprises de la bourse, les cadres étatiques, etc. Les avantages et les inconvénients des différentes plateformes du marché boursier d'aujourd'hui sont connus, tout comme les logiciels de négociation que les sociétés de la bourse offrent aux clients. De ce point de vue-là, le choix et le développement d'une plateforme pour la bourse du café n'apparaît pas constituer un problème en tant que tel. Une question organisationnelle se pose néanmoins pour le BCEC: faut-il, au-delà du développement de ces plates-formes de négociation à distance, maintenir *in situ* un système à la criée? Plusieurs experts considèrent cette option comme passéiste. Dans le contexte agricole du Vietnam où l'utilisation des technologies par les agriculteurs individuels demeure problématique, cette solution nous semble devoir être privilégiée. Le London Metal Exchange, référence mondiale absolument

<sup>39</sup> Il est responsable de préserver ses code et mot de passe ainsi que d'introduire des ordres dans le système de la négociation.

incontournable dans le domaine des métaux de base, n'a-t-il pas, pour ces « ring members » maintenu un tel dispositif ?

### **3. Les membres et opérateurs de la bourse de marchandises**

Il faut que la bourse du café du Vietnam maintienne les deux types de membres (trading et courtage) aujourd'hui en vigueur. Comme évoqué précédemment dans cette thèse, des corrections doivent cependant être apportés pour offrir au « trader » plus de flexibilité dans ces actions. La spéculation doit également être favorisée, tout comme la présence d'investisseurs étrangers. Outre la problématique de la convertibilité du dong, ceci pose un certain nombre de problèmes. Un spéculateur doit en particulier pouvoir tirer profit de toutes les configurations de marché. Ceci implique en théorie qu'il puisse disposer d'instruments ou de stratégies financières permettant de croiser ses anticipations sur la hausse ou la baisse du prix du sous-jacent, mais également et dans le même temps sur un accroissement ou non de la volatilité. Le développement d'options doit dans cette optique pouvoir être considéré. Bien que la question soit politiquement sensible qu'elle que soit le pays considéré, cette promotion de la spéculation passe également par l'acceptation des ventes à découvert nue (*naked short sales*) consistant à vendre un contrat à terme sans ne jamais disposer de l'actif sous-jacent afin de parier sur une baisse de son prix.

On comprendra de ces éléments que l'acceptation de la spéculation, dont la théorie économique depuis des décennies n'a cessé de tenter de définir la nature stabilisante ou déstabilisante, est une des conditions de fonctionnement d'une bourse de marchandises, mais peut avoir un prix considérable: celui de voir le prix d'équilibre qui se forme sur le marché subir des dérives importantes au point de ne plus représenter totalement les facteurs d'offre et de demande. D'un point de vue positif, l'incidence de la spéculation sur le fonctionnement des marchés commerciaux compte parmi les questions les plus discutées dans la littérature économique. Il s'agit essentiellement de déterminer dans quelle mesure les comportements spéculatifs expliquent les envolées de prix observées de manière récurrente, notamment pour les commodités agricoles. Le débat est ancien, mais l'affirmation progressive des matières premières comme une classe d'actifs à part entière, offrant rendement et potentiel de diversification, en a quelque peu modifié les termes. Deux approches sont aujourd'hui traditionnellement utilisées pour traiter de la financiarisation de ces marchés. La première repose sur le concept d'efficience des prix vise à identifier des anomalies dans les dynamiques de prix et/ou dans les co-mouvements de prix entre différentes matières premières ou entre un type de matières premières et d'autres actifs financiers. Tang et Xiong (2010) montrent ainsi que l'affirmation des matières premières en tant que classe d'actifs a non seulement renforcé les corrélations existant entre des matières premières n'ayant a priori pas de dynamique commune, mais également les volatility spillover entre les prix de l'énergie et les matières premières agricoles. De Meo (2013) confirme l'existence d'une volatilité excessive, mais nuance l'importance de cette conclusion en raison des hypothèses fortes qui sous-tendent sa modélisation. L'auteur suggère par ailleurs, qu'il n'existe pas de preuves empiriques patentes d'un effet global de financiarisation des prix. Les matières considérées dans le cadre de cette étude connaissent certes d'importants changements de régime au cours de la période de temps considérée, mais ceux-ci ne sont pas communs à l'ensemble de ces commodités, ce qu'aurait dû imposer une évolution structurelle telle que la financiarisation.

La deuxième approche vise à comprendre comment le positionnement accru des fonds d'investissement altère la dynamique (niveau et volatilité) du prix des commodités. Souvent présentée comme la « Masters hypothesis », l'idée que les index managers (notamment les Exchange-traded funds (ETF), structurellement acheteurs de contrats à terme, contribuent à l'émergence de bulles spéculatives, est notamment particulièrement débattue. Le sénat



américain s'est ainsi alarmé de l'augmentation considérable du poids des index traders sur le Chicago mercantile exchange (CME). Ceux-ci représentaient un open interest de près de 200.000 contrats au milieu des années 2008 contre seulement 30.000 contrats début 2004. Qu'en est-il réellement ? Pour Irwin *et al.* (2009) cette hausse tendancielle, bien qu'avérée, ne peut suffire à faire de la spéculation le seul moteur de l'augmentation des prix observée entre 2006 et 2008. Puisque la spéculation est une des conditions de fonctionnement d'un marché à terme, il s'agit, en réalité, d'apprécier sa dimension excessive et ceci ne peut se faire qu'en référence à l'activité de hedging. Comme le rappelle Gray (1966, p. 22), « that all futures markets are hedging markets, upon which the amount of speculation varies from one to another, largely according to the needs imposed by hedging ». En se basant sur les données du Commitment of Traders (COT) de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), les auteurs montrent que l'ampleur des positions spéculatives haussières (long speculative positions) s'est accrue entre janvier 2006 et avril 2008 pour 8 des 9 commodités considérées, mais que celles-ci ont été surcompensées, pour 4 d'entre elles, par un accroissement des positions de short-hedging provenant des producteurs et des traders physiques. Il est, dans cette configuration, difficile de conclure sur le rôle déstabilisant des fonds d'investissement.

## II. L'ORGANISATION DE L'EXECUTION DES ACTIVITES SUR LA BOURSE

### 1. L'organisation de la compensation

#### 1.1. L'organisation du centre de compensation

Le contrat est exécuté au travers de la coopération principale entre le centre de compensation, le centre de livraison de marchandises et le centre de contrôle de la qualité du produit.

Le centre de la compensation est une organisation indépendante avec les membres de la bourse qui a pour mission d'organiser le paiement des opérations sur la bourse. Le centre de compensation se charge d'informer quotidiennement chaque opérateur le solde de son compte. La compensation est exécutée conformément à la quantité de marchandises et à la somme d'argent figurée sur les documents de l'opération. En théorie, la bourse peut créer son centre de compensation ou permettre à une banque commerciale d'être responsable de cette mission. Pour le cas du BCEC, il appartient de confirmer le de Techcombank dans ce rôle, mais la participation des autres banques commerciales se doit d'être encouragée. La SBV doit pouvoir intervenir dans ce sens. Pour donner plus de lisibilité à cette fonction, la SBV doit sur le plus long terme promulguer des règlements concrets sur le centre de compensation sur la bourse de marchandises au Vietnam, en lui offrant une définition juridique claire, en précisant, ses droits et obligations, ainsi que les critères exigés pour devenir membre compensatoire.

Sur la bourse du café, les membres de compensation ont l'obligation de: garder le dépôt de garantie des opérateurs et tous les documents concernés, assurer la précision de la compensation, informer à temps et de façon exacte les opérateurs toutes les informations relatives à leur compte, assurer la confidentialité des informations des opérateurs, faire de la compensation tout en respectant des règlements de la Loi et de la bourse et publier les étapes et la procédure de paiement à travers le compte de négociation des opérateurs. Les membres de compensation ont en retour le droit de: demander aux opérateurs de respecter les règlements relatifs à l'assurance du paiement et de garder le dépôt de garantie et les documents concernés des opérateurs qui est en insolvabilité ou suite à l'ordre de la bourse du café.

Pour devenir membre de compensation sur la bourse du commerce, les institutions financières doit naturellement respecter des critères stricts. Dans le cas de de l'ICE, la chambre de compensation exécute sa mission à travers ses membres. Pour en faire partie, les personnes morales doivent répondre à une série de conditions qui sont proposées par l'ICE pour s'assurer qu'ils peuvent bien assurer leur mission dans la limite des produits permis. Celles-ci concernent les niveaux de capital minimum, les capacités opérationnelles et techniques, et la compétence de management des risques. La procédure d'acceptation comprend les quatre étapes:

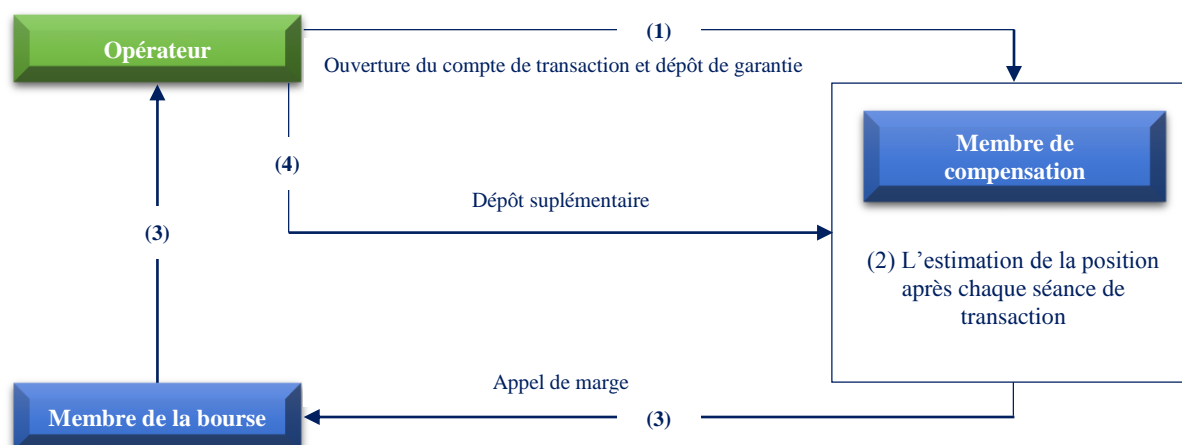
- Etape 1 : La chambre de compensation met en place un compte sur marge pour le membre de compensation.
- Etape 2 : La chambre de compensation détermine la liste des produits auxquels le membre de compensation peut participer en terme de compensation et fixe la limite qu'elle. Simultanément, elle approuve la liste des courtiers connectant avec le membre de compensation.
- Etape 3 : La chambre de compensation demande au gestionnaire des risques d'associer le compte récemment ouvert avec ICE ID.

- Etape 4 : L'opérateur attache son compte de compensation à son portefeuille.

En ce qui concerne la procédure de compensation, elle ne semble guère pour les banques commerciales du Vietnam qui connaissent et exécutent de façon adéquate la compensation sur la bourse des valeurs immobilières du Vietnam. Elles disposent par ailleurs de l'infrastructure technologique et d'une qualification de ses ressources humaines suffisamment pour cela.

## 1.2. L'exécution du dépôt de garantie et de l'appel de marge

*Graphique 34: Le dépôt de garantie et l'appel de marge*



La bourse donne le règlement sur le dépôt initial de garantie pour les opérateurs en fonction de la valeur du contrat et de l'objectif de la couverture des risques ou de spéculation. Or, ils doivent maintenir la marge déterminée dans son compte de membre du centre de compensation, et déposer en supplément dès l'appel de marge. La chambre de compensation impose qu'en cas de solde inférieur à la marge de maintenance, un appel de marge soit déclenché. Le seuil de déclenchement est égale appelé la marge de maintenance. Sur la base des montants du dépôt initial de garantie et de la marge de maintenance, on va calculer le montant d'un appel de marge.

La position initiale de l'opérateur $P_0$	= Nombre du contrat * Quantité de marchandises * Prix initial (ou d'exercice) de marchandises
La position de l'opérateur $P_1$	= Nombre du contrat * Quantité de marchandises * Prix de marchandises ( $P_1 < P_0$ )
La perte ( $P_i$ )	= $P_0 - P_1$
Le dépôt initial de garantie ( $D_0$ )	= Le dépôt initial de garantie pour chaque contrat * Nombre du contrat
La marge de maintenance	= $M_0$
Le solde du compte ( $S_i$ )	= $P_1$
Si $S_i < M_0$ , l'appel de marge	= $D_0 - P_1$

Quel serait dès lors le montant raisonnable du dépôt initial et de la marge de maintenance au Vietnam? Dans le contexte actuel, le taux de 10% de la valeur du contrat semble raisonnable pour tous les types des opérateurs (investisseurs, spéculateurs, hedgers, etc.). En fonction des accords passés avec son courtier, un opérateur négociant sur des contrats Future aura par ailleurs une flexibilité plus ou moins importante pour encaisser des pertes sur ses positions. Pourtant à long terme, il faut que l'objectif de couverture des risques ou de spéculation soit un élément important pour déterminer la marge de maintenance ainsi que le montant d'un appel de marge. Soulignons ici que la modulation des appels de marge et des dépôts de garantie est une des méthodes utilisées par les commodity exchanges internationaux pour tenter de tempérer les dynamiques spéculatives dès lors que celles-ci

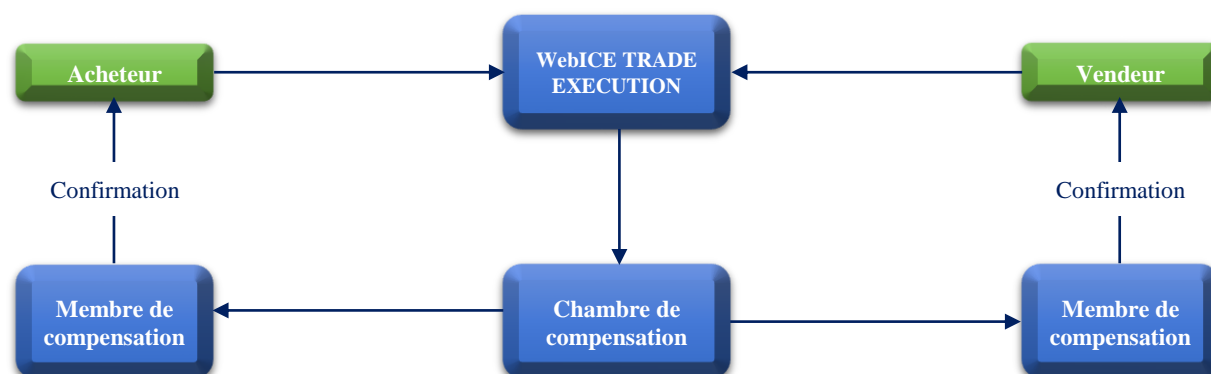
s'avèreraient (trop) déstabilisantes. Pour des questions de flexibilité comptable que devront a priori rechercher les entreprises de la filière, il semble également important que les banques commerciales puissent assumer les appels de marge pour le compte de leurs clients, en se rémunérant par un taux d'intérêt sur les sommes ainsi prêtées à court terme. Il semble par ailleurs raisonnable d'accepter l'idée qu'au cas où l'opérateur ne déposerait pas d'argent à temps suite à l'appel de marge, la bourse de marchandise a le droit de liquider leur position, à l'instar de ce qui se fait à l'international. Quand le solde du compte de l'opérateur est supérieur à la marge de maintenance, l'opérateur pourrait bénéficier d'un intérêt sur la différence entre le solde et la marge de maintenance selon le taux négocié par avance, ou de retirer de l'argent de son compte. La somme d'argent retirée est inférieure ou égale à la différence entre le solde et la marge de maintenance.

### 1.3. La gestion du compte de transaction

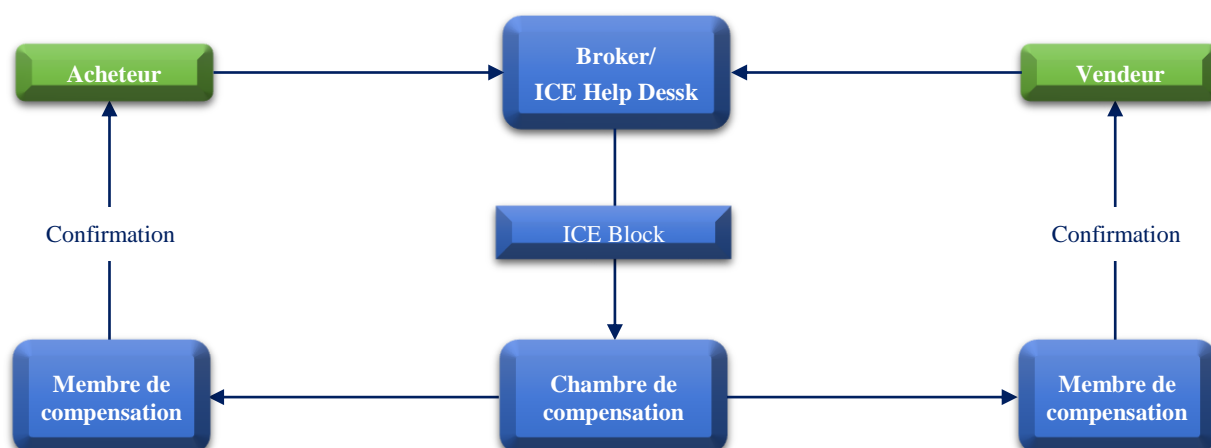
Le centre de la compensation et les membres de la bourse sont tous deux responsables de gérer le compte de transaction. Le centre de compensation se charge de gérer le dépôt de garantie selon chaque membre de la bourse. Il concentre donc tous les clients d'un membre de la bourse, l'informe des soldes débiteurs des clients sur leurs comptes de transaction et il appartient alors au membre de se reporter sur ces clients pour procéder à son tour à l'appel de marge, en fin de période, comme évoqué dans la section ci-dessus.

### 1.4. L'exécution de la compensation au dernier jour de transaction

*Graphique 35: Le processus de compensation quand l'opérateur passe l'ordre sur le site de l'ICE*



*Graphique 36: Le processus de compensation quand l'ordre est passé à travers le courtier ou ICE Help Desk*



Sur l'ICE, il y a les deux processus différents de compensation qui sont équivalents aux modes de l'introduction des ordres. Les opérateurs peuvent ainsi participer aux opérations en passant l'ordre sur le site de l'ICE (Graphique 35) ou à travers le courtier ou help desk (service fournissant des informations et du soutien en faveur des opérateurs – Graphique 36).

La chambre de compensation de l'ICE met en place un ensemble complet de procédures et un cadre de gestion robuste des exigences imposées aux membres, y compris des normes financières et opérationnelles dont que les exigences de fonds propres, sont les mêmes pour tout candidat. Elle publie son livre des règles sur son site internet et tous les changements des règles qui sont exécutés par les régulateurs sont aussi mis en ligne. D'autre part, la chambre de compensation exécute régulièrement des tests, des examens auprès de ses membres et partage les résultats de test avec les régulateurs pour bien connaître la situation réelle des membres et proposer à temps des mesures nécessaires dans le but de protéger la chambre de compensation, ses membres et surtout les opérateurs.

A l'échelle mondiale, la chambre de compensation de l'ICE travaille avec les différentes autorités bancaires ou financières, comme la Banque d'Angleterre (*Bank of England*), la Commission de la gestion économique de marchandises à terme (*Commodity Futures Trading Commission*), la Commission des valeurs mobilières du Manitoba (*Manitoba Securities Commission*), l'Autorité monétaire de Singapour (*Monetary Authority of Singapore*), la Commission de la bourse et sécurité (*Securities and Exchange Commission*), etc. Pour le cas du Vietnam, le deuxième processus de compensation est meilleur puisque le deuxième mode de l'introduction des ordres est populaire et facile pour les opérateurs vietnamiens. Le membre du centre de compensation est alors responsable de calculer la valeur du compte de chaque opérateur au dernier jour de transaction qui est relative à lui, en se basant sur le prix d'exercice et le prix négocié au dernier jour de transaction, ainsi que les informations venant du centre de réception-livraison et du centre de l'inspection de marchandises (en cas de la livraison physique). Après le calcul, le membre du centre de compensation informe les opérateurs et membres l'état actuel de leur compte pour leur demander un appel de marge ou leur permettre de retirer des bénéfices.

## **2. L'inspection des marchandises**

Le centre de contrôle de la qualité de marchandises est responsable de la qualité du café négocié sur la bourse et assure qu'il est conforme aux normes de qualité et d'emballage. Il publie encore le certificat aux vendeurs du café satisfaisant aux normes.

En principe, la bourse du café peut créer en interne un centre de contrôle de la qualité du café ou permettre la participation de quelque organisation d'inspection de marchandises. En tenant compte de la situation actuelle du BCEC, la deuxième méthode semble la meilleure. Il faut que le BCEC continue à demander à CAFECONTROL ou VINACONTROL de se charger des missions de contrôle de la qualité, en raison de leur expertise reconnue dans ce domaine.

Les échantillons de contrôle doivent être examinés par les membres du centre et il semble important de s'inspirer la méthode d'évaluation des grandes bourses internationales de marchandises comme l'ICE, selon laquelle l'évaluation est exécutée sur la base du test du crible, de la mesure des défauts et du nombre de corps étrangers en poids et du test olfactif (à l'odeur) sur les échantillons, et ce en tout anonymat du propriétaire du lot examiné. Le café Arabica est ainsi négocié sur l'ICE Futures U.S à condition qu'il ait préalablement obtenu un certificat de grade et de qualité délivré par la bourse. Sur l'ICE Futures U.S, tout café est

examiné par un panel de trois trieurs agréés par la bourse. L'examen est anonyme et impartial. Les trois trieurs connaissent seulement le pays d'origine du café. Ils ne savent pas le nom de la personne qui soumet l'échantillon. L'échantillon prélevé est de 5 livres pour les lots allant jusqu'à 300 sacs, de 8 livres pour les lots de 301 à 500 sacs et de 10 livres pour les lots de 501 sacs et plus. L'évaluation de l'échantillon se base sur les six critères suivants:

- Odeur du café vert
- Taille du crible (50% de fèves supérieures au crible numéro 15, pas plus de 5% de inférieures au crible numéro 14).
- Couleur (verdâtre).
- Grade (comptage des défauts).
- Uniformité de la torréfaction.
- Tasse (six tasses par échantillons).

Au cas où le café ne serait pas bien considéré par les trieurs, le propriétaire des lots rejetés peut déposer un recours. Le processus du réexamen est exécuté par les 5 trieurs (au lieu de 3 trieurs comme avant) avec des critères identiques, sur un nouvel échantillon ou l'échantillon original. En général, le réexamen est principalement appliqué aux cafés bien classés. Si un lot est accepté, la bourse délivre un certificat, lequel contient un classement complet de toutes les imperfections recensées. Le certificat établit la norme de base livrable pour les variétés. Chaque variété peut présenter un maximum de 23 imperfections sur 350 grammes. Chaque imperfection enregistrée au-delà du nombre d'imperfections autorisées dans la norme de base donnant lieu à une déduction de 100 points.

En ce qui concerne le café Robusta, les échantillons de contrôle sont examinés par trois membres du comité de classification de la bourse. Ces derniers prennent un échantillon de 300 grammes du café et réalisent des tests identiques aux ceux pratiqués pour l'Arabica. Ils classent le café dans la catégorie convenable et déterminent les différentiels équivalents. Le tableau suivant présente les catégories de la qualité du café Robusta négocié sur l'ICE Europe et les différentiels du prix équivalents.

Types	Catégories			Différentiels (par tonne)
	Maximum de défaut en poids	Maximum de corps étrangers en poids	Minimum du crible	
Qualités supérieures	0,5%	0,2%	90% du crible 15 et 96% du crible 13	Prime de \$E.-U.30
Catégorie 1	3,0%	0,5%	90% du crible 14 et 96% du crible 12	-
Catégorie 2	5,0%	1,0%	90% du crible 13 et 96% du crible 12	Décote de \$E.-U.30
Catégorie 3	7,5%	1,0%	90% du crible 13 et 96% du crible 12	Décote de \$E.-U.60
Catégorie 4	8,0%	1,0%	90% du crible 12	Décote de \$E.-U.90

Source: *Guide de l'exportateur du café – Troisième édition*

**Tableau 12: Les catégories de la qualité du café Robusta et les différentiels équivalents**

De plus, une décote supplémentaire est appliquée pour la période à partir de 13 mois suivant la date du calibrage: \$E.-U.5 et \$E.-U.10 la tonne par mois civil pour la période entre 13 et 48 mois et pour la période de 49 mois civils et suivant la date du calibrage.

Le café Robusta venant de n'importe quel pays satisfait aux exigences minimum en matière de qualité peut être livré pour autant qu'il soit librement disponible à l'exportation. Il



peut être livré dans des sacs standard en bon état d'un poids individuel maximum de 80 kg bruts (les envois en vrac doivent être conditionnés en sacs et en lots livrables), ou en conteneurs pour le vrac intermédiaire, souples, à usage alimentaire (GRVS ou big bag<sup>40</sup>) d'un poids minimum de 900 kg bruts et d'un poids maximum de 1.100 kg bruts.

Le café n'est pas livrable si les trieurs estiment que:

- Le lot n'est pas du café Robusta.
- Le lot n'est pas sain, pour tout autre motif que les défauts susmentionnés.
- Le lot contient plus de 8,0% de défauts en poids par échantillon 300g.
- Le lot contient moins de 90% de fèves au-delà du crible 12.
- Le lot contient plus de 1,0% de corps étrangers en poids par échantillon de 300g.
- Le lot présente une mauvaise odeur détectable, y compris, mais sans s'y limiter, une odeur de moisi, de fermentation ou de fumée.

La filière café vietnamien doit fondamentalement s'interroger sur le maintien ou la réforme **des normes qualité** de la VNX ou du BCEC mais également sur le **niveau de la prime et la décote appliquée**. Ces différents éléments doivent naturellement être conformes aux réalités du café produits localement pour ne pas exclure une part trop importante des quantités mises sur le marché, mais il semble clair que le système de décote doit être suffisamment pénalisant pour créer les incitations suffisantes à une amélioration durable des qualités produites et favoriser non seulement la convergence, pour une même qualité entre le prix négocié sur la bourse et le prix négocié sur le marché local du café, et un « rattrapage » vis-à-vis des standards internationaux. Lorsqu'une origine géographique s'impose en prix de référence, elle ne peut de toute évidence faire l'objet d'une décote.

### 3. L'établissement d'un système de récépissé d'entrepôt pour le secteur du café

#### 3.1. Le fonctionnement d'un système de récépissé d'entrepôt

Le récépissé d'entrepôt est beaucoup utilisé dans le monde entier et se fonde sur le système de récépissés d'entrepôt (SRE)<sup>41</sup> existant aux Etats-Unis depuis le 19<sup>ème</sup> siècle mais défini officiellement en 1913 par le Warehouse Receipt Act. C'est bien l'adoption de ce système qui permis l'émergence des marchés à terme « papier ». Il fonctionne en Europe, mais également en Afrique, (où de nombreux gouvernements se sont efforcés de promouvoir des SRE accessibles aux exploitants agricoles avec pour premier objectif d'améliorer l'accès au financement (Onumah, 2013). Ils se sont développés dans toute l'Afrique australe et de l'Est et sont désormais appliqués à de nombreux marchés tels que le riz, le café, l'anacarde, le maïs et le sésame.

<sup>40</sup> Selon <http://fr.wikipedia.org/wiki/Big-bag>: « Un big-bag (« grand sac ») est un grand réceptacle vrac souple (GRVS) pour matières sèches non dangereuses diverses (poudre, sable, engrais, graines, granulé plastiques, gravats, etc.) apparu récemment. Il est appelé flexible intermediate bulk container (FIBC) en anglais. Ce sac économique et réutilisable est fait en textile technique résistant (souvent en polypropylène épais) revêtu ou non, muni de sangle(s) pour permettre la manutention au moyen par exemple d'un chariot élévateur ou d'un crochet de grue; sa capacité avoisine mille litres.

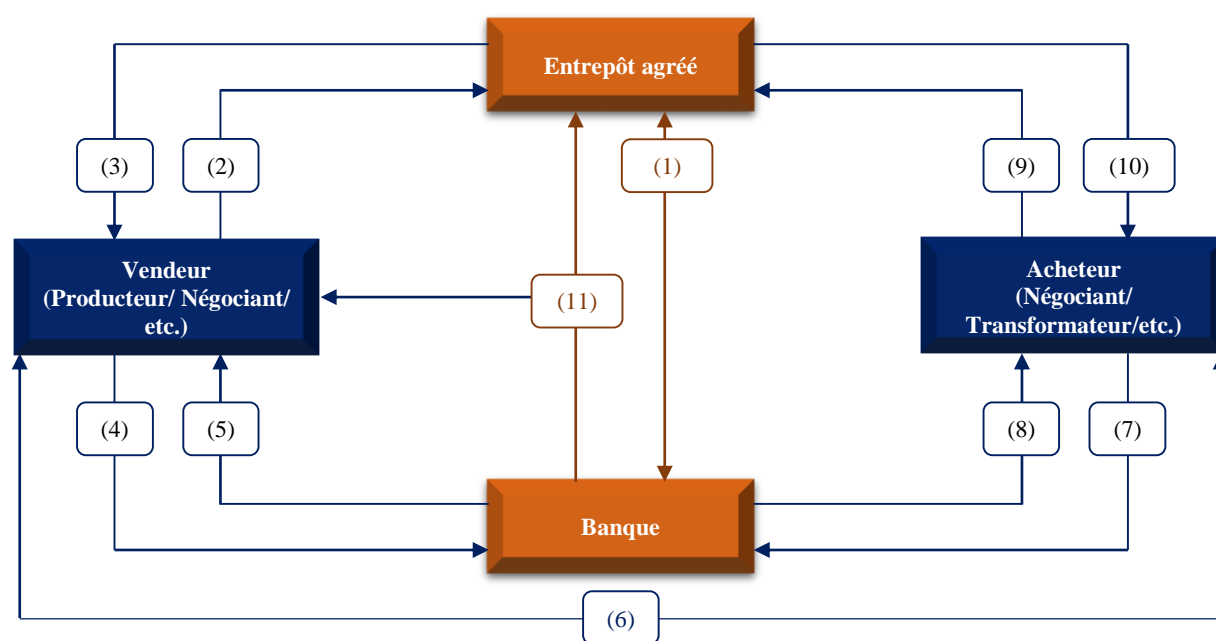
La norme NF EN 1898 (« Spécifications relatives aux grands réceptacles vrac souples (GRVS) pour matières non dangereuses ») définit les spécifications des big-bags.

Des vivres et marchandises sont parfois hélitreuillés au moyen d'un grand sac dans des zones inaccessibles; des hameaux situés à haute altitude sur l'île de la Réunion sont ainsi ravitaillés chaque quinzaine. »

<sup>41</sup> Les systèmes de récépissés d'entrepôt (SRE) sont un ensemble de structure et de procédures interdépendantes mises en place pour garantir le respect des obligations contractuelles associées à un récépissé d'entrepôt.

Techniquement, le récépissé d'entrepôt est un document qui garantit l'existence, la disponibilité et la garantie de la préservation d'une quantité et qualité donnée de denrées stockées. Il précise la qualité, la quantité et le type de denrée, ainsi que la date de dépôt et la date jusqu'à laquelle les coûts de stockage ont été payés. En donnant au déposant (un exploitant agricole, un groupe d'exploitants agricoles, un transformateur ou un négociant) un récépissé d'entrepôt, l'exploitant de l'entrepôt a l'obligation légale de les mettre à la disposition du déposant à une date ultérieure. En présentant le récépissé d'entrepôt à une banque ou à une autre institution financière, l'agriculteur ou le négociant peut par ailleurs l'utiliser comme garantie pour un emprunt à court terme qui peut en général représenter jusqu'à 60-70 ou 80% de la valeur de la récolte à un niveau du taux d'intérêt<sup>42</sup>. Le graphique ci-après présente le financement sur stock dans un système règlementé, selon lequel:

**Graphique 37: Le financement sur stock dans un système règlementé**



Source : AFD, Assurer l'accès à la finance agricole

- (1) Il existe auparavant l'accord de garantie entre l'entrepôt agréé et la banque ou une institution financière, selon laquelle la banque reconnaît la valeur du récépissé de l'entrepôt qui est délivré par son partenaire.
- (2) Le vendeur qui dispose des céréales envoie son produit à l'entrepôt agréé.
- (3) Après l'inspection du produit, l'entrepôt agréé délivre un récépissé d'entrepôt au vendeur.
- (4) Le vendeur peut utiliser ce document comme garantie pour demander un emprunt à court terme chez la banque ou une institution financière.
- (5) La banque ou l'institution financière accepte la demande de la part du vendeur. La valeur de l'emprunt dépend notamment de la valeur du produit et encore des autres facteurs comme l'accord entre l'entrepôt agréé et la banque, etc.
- (6) Le vendeur en s'aidant des informations sur les prix du marché peut attendre que les conditions du marché soient favorables avant de vendre les denrées entreposées, soit sur le marché libre au comptant, soit par l'intermédiaire d'une Bourse de marchandises.
- (7) L'acheteur fait du paiement en faveur de la banque pour le contrat commercial avec le vendeur.
- (8) La banque remet à l'acheteur le récépissé de l'entrepôt.

<sup>42</sup> En général, ce taux d'intérêt est souvent inférieur au taux normal d'intérêt réservé aux emprunts agricoles grâce au récépissé utilisé comme garantie.

- (9) L'acheteur présente le récépissé à l'entrepôt agréé pour demander le produit.
- (10) L'entrepôt agréé livre du produit à l'acheteur.
- (11) La banque garde le coût du prêt et les intérêts, paie l'exploitant de l'entrepôt et rend le solde au vendeur.

En fait, l'acheteur peut payer au vendeur, qui paie ensuite à la banque pour recevoir le récépissé et l'envoyer à l'acheteur. Au cas où le vendeur ne pourrait pas payer à l'échéance, l'emprunt à la banque, cette dernière peut utiliser le récépissé pour compenser l'emprunt du vendeur par la vente du produit. Alors, le récépissé est en cela une très bonne garantie pour la banque qui, grâce à sa cessibilité, évite d'avoir pour collatéral un actif physique peu liquide et inadapté à la réalité bancaire.

### **3.2. La nécessité du SRE pour le cas du Vietnam**

Les politiques du crédit agricole au Vietnam souffrent d'un certain nombre d'inconvénients. Au Vietnam, les foyers agricoles peuvent demander à une banque commerciale un prêt de 50 millions (2.000 euros) de dong sans garantie. Le prêt peut être étendu à un maximum de 500 millions de dong (20.000 euros), ce qui représente un montant important pour un producteur individuel et crée les conditions d'une forme de risque de défaut du secteur caféicole.

Le développement d'un SRE revêt plusieurs avantages sur cette question, non seulement pour les producteurs et les négociants mais aussi pour les institutions financières et aussi au marché. Ils sont, selon Onumah (2013), au nombre de trois: (1) une meilleure commercialisation de la récolte au profit des producteurs, (2) une amélioration de l'accès au crédit grâce à l'offre de garanties appropriées, et (3) une amélioration du stockage entraînant une réduction des pertes post-récolte.

Les grosses entreprises commerciales pouvaient accéder au financement sur stock grâce à un système en vertu duquel des compagnies internationales d'inspection acceptaient de garantir les intérêts des prêteurs en fournissant des services de gestion des garanties. Le coût élevé de ces services excluait pratiquement l'accès des petits exploitants agricoles et des petits négociants et le financement disponible s'adressait essentiellement aux exportations ou importations. Grâce au SRE, les disposants peuvent utiliser le récépissé d'entrepôt comme garantie d'un emprunt. Les petits exploitants agricoles et négociants ne possèdent pas de biens susceptibles d'être acceptés comme garantie par les institutions financières et le récépissé d'entrepôt est une réponse à cela. Les entreprises de transformation et d'exportation peuvent également en tirer parti lorsqu'elles ont besoin de stocker d'importants volumes de produits agricoles. Ce système favorise également l'accès au marché. Selon l'IREC, « le premier SRE du Malawi a été créé en 2005 par la Bourse africaine des produits agricoles et l'Association nationale des petits exploitants agricoles du Malawi pour permettre aux agriculteurs d'accéder plus facilement aux marchés. Les différents éléments du système ont été financés par un consortium de bailleurs de fonds qui a permis de rénover des entrepôts ruraux, de former des agriculteurs et de créer des logiciels pour mettre en place un système pleinement opérationnel qui bénéficie aux petits exploitants agricoles comme aux négociants. Le SRE du Malawi ne profite pas seulement aux agriculteurs mais a aussi dynamisé le marché agricole ». En ce qui concerne l'amélioration du stockage entraînant une réduction des pertes post-récolte, le problème se trouve dans le fait que la plupart des petits exploitants agricoles stockent leurs céréales dans des installations inadaptées. Disposant des meilleures installations de stockage, le SRE permet de supprimer ou réduire au moins ces pertes. Non seulement cette réduction augmente des profits des utilisateurs mais elle améliore la sécurité alimentaire du pays en

autorisant un pilotage plus efficace des stocks puisque ceux-ci sont répertoriés et comptabilisés dans le cadre de ce système.

Ce système n'est cependant pas exempt de critiques en raison des frais élevés du stockage et des coûts administratifs que les exploitants d'entrepôts demandent (IRED). Le crédit-stockage ne serait financièrement avantageux pour les agriculteurs que lorsque les coûts – ceux d'entreposage et du crédit – sont inférieurs à la valeur ajoutée de la récolte stockée. Toutefois, si les agriculteurs parviennent à collaborer pour la commercialisation, le stockage groupé de céréales dans l'entrepôt peut renforcer leur position collective de négociation et leur permettre de bénéficier d'avantages d'échelle en augmentant le prix des récoltes et leurs profits.

En résumé, le SRE a donc pour but de mettre en sécurité la quantité et la qualité du produit et alors de réduire les pertes de stockage. Il permet de rendre la réservation des produits agricoles plus rentable et d'économiser les frais (concernant l'infrastructure organisationnelle, etc.). Il facilite encore l'accès au financement pour tous les niveaux de la chaîne de commercialisation (producteurs, commerçants et transformateurs). Les marges commerciales seront réduites et la variabilité des prix, liée à cette facilitation du stockage, a priori réduite donc, pour principaux bénéficiaires, les petits producteurs (Coulter, Onumah, 2002). Il est une des conditions importantes pour la naissance et le développement du marché à terme et son absence au Vietnam est probablement un autre des facteurs explicatifs de l'échec du BCEC.

### **3.3. L'installation des entrepôts agréés pour le café au Vietnam**

Si le développement d'un SRE est, dans son principe, nécessaire pour le Vietnam, il n'est en pratique pas évident à instaurer car il impose de disposer d'un système juridique permettant de le garantir, mais également l'existence d'entrepôts agréés. Cette dernière condition n'est pas remplie puisque le Vietnam ne dispose pas encore d'une infrastructure de stockage suffisante. Le BCEC a en particulier une capacité d'entreposage trop faible et uniquement localisé à Daklak.

Le système des entrepôts doit en conséquence être développé dans les régions de pointe où l'on produit beaucoup de café pour favoriser le transport du café des producteurs, surtout des agriculteurs individuels. En Tanzanie – pays disposant du SRE le plus évolué des régions situées au Nord de l'Afrique du Sud – les centres SRE pour céréales proches de communautés de production excédentaire ne disposent pas d'une infrastructure de stockage suffisante, ce qui suppose l'utilisation d'entrepôts de faible capacité (Onumah, 2013), ce qui n'empêche pas la réussite du système. Il faut donc profiter des entrepôts existants des entreprises de la collecte du café en favorisant la coopération entre la bourse de marchandises et ces entreprises, grâce notamment à des mesures incitatives comme une réduction de la taxe sur le bénéfice de l'entreprise, ou de la taxe foncière, etc.

Ce dispositif que le BCEC et la VNX se doivent d'adopter doit s'imposer au-delà de leurs provinces respectives. Ces bourses ne disposent en effet qu'aucun agent ou bureau de représentation dans les autres provinces du pays, ce qui ne favorise guère leur rayonnement. Dans le cas de l'ICE, la livraison du café est possible dans de nombreux entrepôts situés dans le monde entier. Le café Robusta est livré dans les entrepôts désignés par la bourse à Londres et les comtés du Royaume-Uni, ou un entrepôt désigné proche des entrepôts suivants<sup>43</sup>:

<sup>43</sup> La détaille des entrepôts est décrites dans le document "List of nominated warehouses and nominated warehousekeepers for the storage of cocoa and robusta coffee" publié sur le lien: [https://www.theice.com/publicdocs/futures/Nominated\\_Warehousekeepers\\_Warehouses.pdf](https://www.theice.com/publicdocs/futures/Nominated_Warehousekeepers_Warehouses.pdf)

- Amsterdam : Pays - Bas
- Anvers : Belgique
- Barcelone : Espagne
- Brême : Allemagne
- Felixtowe : Angleterre
- Gênes-Savone : Italie
- Hambourg : Allemagne
- Le Havre : France
- Marseille-Fos : France
- Nouvelles Orléans : France
- New York : Etats-Unis
- Rotterdam : Pays-Bas
- Trieste : Italie

Quant au café Arabica, l'ICE effectue la livraison à plusieurs ports dans tout le monde. La détaille des ports de livraison et la prime ou la décote équivalente à chaque port sont figurées dans le tableau suivant:

Ports de livraison	La prime ou la décote
Port de New York	
Ports à Houston, la Nouvelle Orléans et Miami	Décote de 125 points soit \$E.-U. 468m&% par contrat de 37 500 livres (100 points = \$E.-U.0,01, soit 1 point = 1/100 cent)
Anvers, Brême/Hambourg et Barcelone	Décote de 125 points la livre
Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Kenya, Mexique, Nicaragua, Ouganda, Panama, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Pérou, République-Unie de Tanzanie	Au prix base ou contractuel
Colombie	Prime de 200 points la livre
Burundi, Inde, Venezuela	Décote de 100 points la livre
Rwanda	Décote de 300 points la livre
République dominicaine, Equateur	Décote de 400 points la livre
Brésil	Décote de 900 points la livre

Source: Guide de l'exportateur du café – Troisième édition

**Tableau 13: Les ports de livraison et la prime ou la décote équivalente à chaque port**

Ce rayonnement international est à court terme impossible pour le BCEC ou la VNX. Il convient donc que ces bourses développent leur agent ou bureau de représentation dans les grandes provinces comme Hanoi, DaNang, Cantho et surtout Hô-Chi-Minh-Ville.

Schématiquement deux modèles d'entrepôt peuvent être privilégiés: privé et public. *L'entrepôt public* se caractérise par le fait que son exploitant (entrepouseur) mets l'espace de stockage à la disposition d'une clientèle externe diversifiée (entrepousitaires). Les marchandises entreposées dans un entrepôt public appartiennent à un ou plusieurs clients qui ont chacun loué un espace de stockage pour une durée déterminée. Le système des entrepôts public est très populaire aux Etats-Unis, en Europe, à Singapore et en Afrique du Sud. Disposant d'une bonne infrastructure, il se situe toujours dans centre logistique important, le plus souvent portuaire ou ferroviaire.

A la différence de *l'entrepôt public* où l'exploitant de l'infrastructure la met à la disposition d'une clientèle externe, la principale caractéristique de *l'entrepôt privé* réside dans le fait que son exploitant (propriétaire ou loueur de l'infrastructure) est aussi l'unique propriétaire des marchandises qui y sont stockées (entrepouseur et entrepositaire ne font qu'une même personne). Le bâtiment et les marchandises appartiennent à la même personne. En Philippines, l'entrepôt privé a le droit de délivrer le récépissé d'entrepôt. Accepté par les banques commerciales, ce document est considéré comme la preuve de l'existence de

marchandises et utilisée comme une garantie d'un emprunt. Cependant, cela est assez risqué puisque le stockage dans l'entrepôt privé n'assure pas vraiment l'existence de marchandises.

Dans le cas vietnamien, le développement d'entrepôts publics pour établir le SRE du secteur du café semble préférable, en partenariat avec des opérateurs privés qui accepteraient alors de mettre à disposition les entrepôts pour une matière première dont ils ne sont pas propriétaires. En Tanzanie, les services d'entreposage sont ainsi essentiellement fournis par des opérateurs privés agréés par le conseil tanzanien d'agrément des entrepôts (Tanzania Warehouse Licensing Board – TWLB). Pour favoriser ces dynamiques, il serait nécessaire de promulguer des règlements concrets définissant cette activité (comme les critères, la liste des activités d'une organisation de gestion des entrepôts, etc.) et encourager les partenaires étrangers qui disposent d'une d'expérience forte dans ce domaine et d'importants espaces de stockage, à participer à la gestion des entrepôts de la bourse.

Les entrepôts ainsi créés ou utilisés doivent naturellement être agréés pour que la qualité du produit soit garantie et permettre une mise sur le marché à terme. L'entreprise retenue pour cela doit pouvoir répondre à plusieurs critères:

- Une bonne qualité de service: l'entrepôt assure la préservation et la sécurité des marchandises, et s'investit dans toutes les opérations physiques sur les marchandises entreposées, permettant ainsi à ses clients de se concentrer sur leur propres compétences ou cœur de métier. Il doit être bien équipé pour éviter à ses clients des investissements parfois lourds dans les appareillages de manutention, rayonnages, emballages, etc.) et doit disposer un système d'information permettant de suivre et de planifier les flux de marchandises.
- Les coûts logistiques d'entreposage raisonnable:
- Un réseau large des entrepôts.

Dans ce cadre, la vérification des licences et surveillance des entrepôts agréés doit être en cœur des préoccupations des autorités ce qui pourrait nécessiter la création d'un organe étatique dédié permettant d'assurer la transparence du processus de délivrance de la licence aux entrepôts. Le facteur « réputation » est cependant un facteur décisif de la pérennité de ces entrepôts qui doivent non seulement s'assurer que les marchandises sont stockées en sécurité (en termes de la quantité et qualité), mais aussi coopérer avec les meilleures institutions d'inspection pour attester que la vérification de marchandises est correcte et que le récépissé d'entrepôt est exact par rapport avec les marchandises réelles en entrepôt.

L'étude de Onumah (2013) montre ainsi que la réussite de ce SRE dépend moins de la mise en application d'une législation habilitante que du renforcement des capacités des autorités de réglementation à faire respecter les règles et normes adoptées. Il faut donc un système juridique permettant l'exploitation du SRE au Vietnam. Plusieurs pays disposent une loi typique du SRE. Les autres l'abordent dans le code civil. Dans tout cas, il faut valider la valeur juridique du récépissé ce document, déterminer les droits et obligations des disposants et entrepôts, assurer la sécurité de la circulation du récépissé d'entrepôt, proposer les solutions en cas de la liquidation des entrepôts, etc. Ce travail vise à augmenter la confiance de la part des disposants, des entrepôts et surtout des institutions financières.



## CHAPITRE 5 – QUELQUES SUGGESTIONS RESERVEES AUX PRODUCTEURS ET NEGOCIANTS VIETNAMIENS DU CAFE

### I. DES FACTEURS IMPORTANTS A PRENDRE EN COMPTE

#### 1. L'identification des opérateurs vietnamiens

##### 1.1. Les producteurs et négociants vietnamiens

La plupart des négociants individuels du Vietnam disposent d'une production de petite taille. La quantité annuelle de production du café est faible. En outre, ils ont beaucoup de restrictions comme cela est évoqué dans les parties précédentes de la thèse tandis que la bourse impose non seulement une taille minimale pour soutenir l'ensemble des coûts que son utilisation impose et demande des connaissances et compétences précises chez les opérateurs. La mise en œuvre de mécanisme de coopérations agricoles entre producteurs individuels, à l'instar de ce qui peut se faire pour le l'achat de matériels ou de semences, est impérativement nécessaire pour pouvoir participer aux opérations sur produits dérivés de façon plus efficace (BỘ THƯƠNG MẠI - Viện nghiên cứu Thương mại, 2005).

« *La solidarité est une force* » - ce slogan est valable dans le cas des producteurs individuels de café du Vietnam. Elle apporte non seulement une amélioration de l'efficacité de la production en général, mais renforce également les partages de connaissances et la capacité à répondre aux exigences de la bourse. Le café issu de ces coopératives, produit selon le programme de production durable du café, est traditionnellement de bonne qualité dans la mesure où les quantités produites sont globalement plus importantes et autorisent une mutualisation des coûts de traitement, comme de l'achat d'engrais ou de pesticides. Cette coopérative, est dirigée par une personne désignée en son sein et disposant des connaissances et de l'expérience nécessaires. Celui-ci a pour responsabilité de définir les stratégies de commercialisation du groupe, rendant alors l'adaptation aux nouvelles formes de commerce plus facile. Quant aux entreprises de café, celles-ci peuvent être des entreprises de la production mais encore aux entreprises du traitement et/ou du commerce du café, ce qui peut influencer, comme nous le verrons dans la seconde partie de ce chapitre, assez largement la nature et l'ampleur des risques auxquelles elles sont respectivement soumises. Si ces entreprises sont impliquées dans des opérations de commerce international, leur procédure de gestion des risques reste assez largement définie dans un périmètre national sur les bourses domestiques du BCEC ou de la VNX. Celles-ci permettent notamment d'éviter de subir un risque de base trop important et ne présuppose aucune position en devises étrangères, ce qui ne peut être perçu que favorablement d'un point de vue financier, réglementaire et comptable. Ceci ne signifie cependant pas que la négociation sur les des bourses internationales de matières premières n'est pas nécessaire et importante. Elles ont pour avantage d'offrir des références de prix internationalement reconnues et disposent d'un niveau de liquidité considérable, synonyme de frais de transactions plus faibles toutes choses égales par ailleurs.

##### 1.2. Les préparations pour la négociation en bourse de matières premières chez les opérateurs vietnamiens du café

Avant de décider de négocier en bourse de matières premières, il importe que les opérateurs vietnamiens appréhendent avec précision les enjeux, les limites mais également les coûts associés à ce type de stratégie de couverture. Si une de leurs vocations est d'offrir des instruments de hedging, leur usage ne peut paradoxalement répondre à une logique strictement financière. Leur efficacité tient en effet au degré d'adossement entre une position physique et financière, ceci implique que le prix de futures doit être introduit comme base de

négociation commerciale, dans le cadre de contrats dits « en prix à fixer ». Ceci est a priori chose simple, puisque le marché des futures doit proposer des cotations observables en continu et sans coût, mais implique néanmoins un changement « culturel » dans la façon dont les opérations commerciales sont faites. Par ailleurs et selon tout logique, l'intérêt d'un recours aux produits futures doit être garanti pour toutes les parties prenantes à l'échange si ceux-ci veulent avoir une chance de s'imposer. L'efficacité économique n'est pas seulement une efficacité liée aux effets de la couverture, mais bien une efficacité « globale » qui nécessite que toutes les étapes de la négociation/livraison/réception satisfassent aux exigences des parties prenantes économique totales de la décision: les intérêts apportés par les opérations dérivées peuvent équivaloir à ce qu'ils investissent (en terme d'infrastructure, de technologie, etc.). En outre, en se basant sur leur capacité réelle et actuelle en terme de finance, d'infrastructure et de personnel, les producteurs et entreprises vietnamiennes déterminent s'ils peuvent répondre aux critères proposés par les opérations dérivées de la bourse de matières premières. C'est le cas lorsque les conditions actuelles sont immédiatement satisfaites ou lorsqu'ils sont capables d'y répondre suite à la décision de participation.

L'accès à ces marchés n'est ni facile, ni immédiate, pour une entreprise productrice ou un groupe de producteurs individuels, comme pour les utilisateurs. Ils doivent en effet répondre aux exigences réglementaires, mais également satisfaire aux critères édictés par la banque dans son rôle de courtier. L'octroi de conditions de financement permettant notamment le paiement par la banque des appels de marge sera, dans ce cadre, une des conditions importantes de la flexibilité des opérations de couverture. Une fois la relation bancaire établie dans le cadre d'une opération de courtage, il appartiendra à cette entreprise cliente de décider s'il convient de se couvrir ou non, de choisir l'ampleur de cette couverture, son échéance, etc. Quelle que soit la réalité de cette opération de hedging, elle impose de former des anticipations sur le prix futur du café et, en conséquence, de disposer de méthodes pour le faire.

## **2. Comment faire une prévision exacte du prix du café?**

### **2.1. Les techniques d'analyse et de prévision**

#### ***2.1.1. L'analyse fondamentale***

Le marché du café, constitué d'un marché physique et d'un marché à terme en parfaite corrélation, nécessite et procure un grand nombre d'informations. Les données les plus fondamentales sont les statistiques sur la production et la consommation, mais également, pour toutes les matières premières, les données de stocks. Elles permettent d'apprécier si le marché est en situation de surproduction ou de déficit, ou le seront. Les opérateurs peuvent récolter des informations à travers plusieurs médias dont l'Organisation internationale du café – OIC et les pays producteurs du café eux-mêmes.

Sur le site de l'OIC (<http://www.ico.org>), beaucoup d'informations sur le café sont exploitables: (1) le prix du café (prix quotidien, prix du mois précédent, prix moyen mensuel), (2) les volumes de production et de consommation, la ventilation d'Arabica et de Robusta, le niveau des stocks et le ratio « stocks de café/consommation » bas » sur les stocks de café vert et la consommation apparente, les statistiques commerciales (exportations/ importations/ réexportations), des (3) des données historiques (les données sur l'offre avec la production totale, la consommation intérieure, la production exportable, les stocks bruts d'ouverture, les données sur le prix avec les prix payés producteurs, le prix au détail et les prix indicatifs de

l'OIC;), ainsi que (4) des fiches-pays. Chaque pays produit par ailleurs ses propres statistiques sur la production et la consommation domestique, l'exportation, l'importation, etc.

Il importe d'un point de vue plus précis de s'intéresser aux statistiques d'exportation des pays producteurs et aux chiffres trimestriels de broyage dans les pays industrialisés puisque ces informations reflètent la consommation. Au Vietnam, les opérateurs peuvent exploiter les informations venant des rapports du ministère de l'Agriculture et du Développement rural, du ministère du Commerce et de l'Industrie, des provinces (comme Daklak, LamDong, etc.), du Département de la promotion commerciale, etc. Certaines institutions et certains négociants effectuent régulièrement (tous les mois, tous les trois mois, tous les six mois ou tous les ans) des rapports sur la production et la consommation du produit. Ces derniers sont publics ou confidentiels. Dans tous les cas, il est important, si possible, de consulter ces rapports pour avoir une vue d'ensemble.

Au-delà de ces aspects « macroéconomique » stables, force est de constater que les fluctuations du cours du café, définis par les prix contrats à terme de référence de Londres et de New-York sont permanentes et souvent fortes et répondent à des certains facteurs clés, parmi lesquels ceux énoncés ci-après.

Etant un produit agricole, le café est bien sûr influencé par le climat, tant au regard de la production que de la consommation. Le changement climatique est un sujet majeur en raison de ces multiples conséquences sur tous les aspects de la vie humaine, et notamment le résultat de la production agricole. La caféiculture n'est pas une exception. Le café est une des matières premières fortement dépendantes des conditions météorologiques qui ont un fort impact sur les récoltes. L'incidence du phénomène El Nino sur la production des « soft commodities » est en particulier déterminante.

Prenons un exemple vietnamien pour constater l'impact que peut avoir le climat sur la récolte du café: en 2015, LamDong, deuxième plus grande province du café au Vietnam, a connu des dégâts majeurs suite à la sécheresse et au changement anormal du climat. Du 10 au 13 mars, 700 hectares des caféiers sont morts ou presque. Faute de pluie, le pourcentage de vieux caféiers augmente sans cesse. La productivité du café a, en conséquence, été prévue en baisse pour la saison 2015-2016. Selon les statistiques du Département général des Douanes du Vietnam, l'exportation de café pour la période 10/2014 – 02/2015 était d'environ 519.712 tonnes soit une diminution de 13% par rapport à la même période l'année précédente. Pendant les deux premiers mois de l'année 2015, le chiffre est de 224.389 tonnes soit 30% de réduction en comparaison avec l'année précédente.

L'OIC publie régulièrement des prévisions sur les conditions météorologiques dans le monde entier mais aussi dans chaque région principale de production du café. Au Vietnam, le VICOFA et le MARD mènent des activités similaires pour soutenir les producteurs de café. Ces deux organisations publient notamment souvent des rapports d'estimation des conséquences des mauvaises conditions météorologiques sur la récolte du café au Vietnam, principalement dans les provinces de Tây Nguyên. Elles donnent aussi des prévisions sur le résultat de la saison. Les producteurs vietnamiens peuvent alors profiter de ces sources d'informations pour estimer eux-mêmes l'offre du café à l'intérieur du pays et dans le monde.

Outre l'influence inévitable des conditions environnementales, le cours international du café est principalement déterminé par la loi de d'offre-demande et, pour les prix nationaux, une valeur de différentiel représentant des éléments aussi variés, que des différentes de qualité, de lieu de livraisons et d'incoterms et d'éventuelles dynamiques offre et demande régionales. Par ailleurs, le prix domestique du café doit être exprimé en monnaie locale, ce qui

implique de disposer d'éléments analytiques sur le taux de change et ne savoir les interpréter. Le commerce international du café se négocie exclusivement en USD, EUR, GBP, JPY, etc. Le dollar américain est la monnaie de négociation principale. Quel que soit le prix coté en Bourse, le renforcement ou l'affaiblissement de ces principales monnaies ainsi que celles des producteurs principaux du café se traduit par une fluctuation du prix du café. Le rapport de l'OIC sur le marché du café établi en juin 2014 ainsi: « le marché du café, conduit dans l'ensemble par la reprise des prix de Robusta, s'est quelque peu ressaisi en juin. Pour le sixième mois consécutif, les exportations étaient inférieures à celle de l'an dernier, et pourtant le marché semble n'avoir aucun problème d'approvisionnement immédiat, notamment au regard des récents rapports envisageant la production de café sous un angle optimiste. La faiblesse continue du Real brésilien affecte également les prix, la nouvelle récolte de 2015/16 étant prévue sur le marché dans un avenir proche. Néanmoins, à long terme, les bas prix enregistrés au cours du dernier trimestre, bien que n'ayant pas encore atteint un niveau critique, n'encourageront pas l'investissement dans le secteur et pourraient occasionner un approvisionnement réduit, les producteurs s'étant retirés du marché ». Outre la valeur même du café, des coûts additionnels liés au pétrole, au transport, aux assurances, etc. déterminent aussi le prix d'achat final. D'autre part, bien que les matières premières, dont le café, se négocient généralement selon les cours des contrats à terme, ces cours sont encore influencés par *les événements économiques et politiques du moment*, et par d'éventuelles interventions étatiques sur le marché, à l'image des restrictions volontaires aux exportations qui avaient fait flamber le prix du riz en 2008 lorsque le Vietnam avait choisi de les instaurer dans un contexte de pénurie sur les marchés internationaux.

### 2.1.2. L'analyse technique (ou chartiste)

L'analyse technique est l'étude des graphiques sur lesquelles sont présentés les prix et les volumes de transactions traités sur le marché, dans le but d'observer l'évolution de ceux – ci et d'anticiper des tendances ainsi que les signes de retournements de tendance. Elle recherche dans les historiques de cours, les types de comportements face à une situation pour prévoir l'évolution du cours. L'efficacité de l'analyse technique réside dans le fait qu'elles soient surveillées et acceptées par le plus grand nombre d'opérateurs. Nous ne saurions, dans le cadre de cette thèse, souligner le caractère « peu scientifique » ou rationnel des prévisions ainsi formées, mais en raison de leur forte diffusion et adoptant l'idée raisonnable des « prophéties auto-réalisatrice », celle-ci peut s'avérer pertinente à court terme. Elle doit cependant, à plus long terme, être combinée avec l'analyse fondamentale.

L'analyse technique se réalise sur la base de trois axiomes fondamentaux: le marché prend tout en compte, les cours suivent des tendances et l'histoire se repère. En fait, on pose l'hypothèse que le prix d'un actif sous-jacent intègre immédiatement toute information disponible sur le marché. C'est pourquoi, elle ne s'intéresse qu'aux seules données de marché et non aux données fondamentales comme les statistiques économiques ou les résultats des affaires des entreprises. Cette analyse vise à identifier des phases de hausse et des phases de baisse sur des périodes allant de quelques minutes à plusieurs années. La tendance du prix représente la psychologie des « foules »: la période de hausse équivaut à la dynamique d'optimisme, la période de baisse à la dynamique de pessimisme et le mouvement incertain du prix correspondant à une psychologie d'hésitation. L'observation des graphiques historiques de cours fait donc dire à l'analyse technique que le marché suit des tendances. De plus, l'avenir est déterminé par le passé sur les marchés et les mêmes « erreurs » se répètent toujours » est l'argument par lequel, l'analyse technique montre que les cours suivent des tendances.

Pour illustrer les cours traités sur les marchés, deux formes sont souvent utilisées: les bar-charts et les chandeliers japonais (ou bougies). Les bar-charts permettent de représenter quatre informations relatives à l'évolution de l'instrument financier considérée sur une période définie: les cours d'ouverture, le cours le plus haut, le cours le plus bas et le cours de clôture. Représentant les cours en couleur, les chandeliers japonais illustrent clairement le sens de la performance de la séance: un corps vert ou blanc lorsque la clôture est supérieure à l'ouverture, un corps rouge (ou noir) lorsque la clôture est inférieure à l'ouverture. Les ombres ou mèches au-dessus et en-dessous de ces corps correspondent respectivement au plus haut et au plus bas atteint par le cours sur la période de référence.

Cette analyse ne prétend pas être une science exacte. Elle s'appuie plus sur la psychologie des investisseurs que sur les mathématiques puisque son objet d'étude est directement centré sur la compréhension de la psychologie du marché. Les spécialistes s'accordent pour reconnaître que cet exercice est particulièrement difficile et exige autant de connaissances approfondies que d'expérience et d'acuité très affirmées. En fait, l'analyse technique est loin d'être un exercice facile. Toutes les données sont représentées sur des graphiques mais chaque analyste a sa propre interprétation puisque l'analyse dépend de l'expérience ainsi que de l'esprit sensible à l'évolution du marché. Chaque analyste choisit sa « fenêtre temporelle », à travers laquelle, il trace des lignes de support et de résistance, des canaux et triangles, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, etc. et reconnaît ainsi des profils déjà présentés dans le passé (la tête et les épaules, etc.).

L'analyse technique se développe depuis l'explosion du marché boursier au Vietnam. Les opérateurs vietnamiens y sont aujourd'hui familiarisés. Pourtant, l'analyse technique appliquée à la négociation des produits dérivés sur les marchés domestiques et étrangers est encore limitée car elle exige beaucoup d'expérience et de sensibilité à l'égard du mouvement du marché. Il est alors préférable que les opérateurs vietnamiens s'appuient sur les résultats d'analyse des institutions internationales reconnues pour encourager l'application d'analyse technique dans le secteur de la bourse des matières premières.

### ***2.1.3. La combinaison des analyses fondamentale et technique***

L'analyse fondamentale et l'analyse technique sont très complémentaires. Si l'analyse fondamentale s'intéresse à ce qui devrait se passer sur un marché, l'analyse technique s'intéresse à ce qui s'y passe réellement (autrement dit, l'analyse fondamentale étudie la cause du mouvement du marché alors que l'analyse technique étudie l'effet). L'offre et la demande, les cycles saisonniers, le temps et les politiques gouvernementales sont des facteurs impliqués dans l'analyse fondamentale tandis que le prix et le volume de transaction (ainsi que « l'open interest » pour les contrats terme) historiques sont les objets d'étude de l'analyse technique. En suivant plusieurs marchés et instruments de marché grâce à l'analyse technique, l'analyse fondamentale apporte des connaissances essentielles sur le marché. La combinaison entre les analyses fondamentale et technique s'impose dès lors comme la méthode choisie par les opérateurs du marché pour prévoir le prix. Les résultats des analyses sont alors utiles si elles permettent aux opérateurs d'anticiper correctement le marché.

Quant à la problématique complexe de prévision du prix, la maîtrise des informations issues de diverses sources (y compris la psychologie des acheteurs et des vendeurs) est importante et utile. Un négociant, outre son rôle technique et commercial, doit donner des conseils à ses contreparties. A condition d'être en relation avec les deux extrémités de la filière, ce dernier est le mieux placé pour connaître les positions et anticipations de tous les autres intervenants. Pour estimer la production, la consommation, le stock, etc., les opérateurs doivent collecter et regrouper toutes les informations pertinentes disponibles qui sont mises en



relations. Pour cela, la mise en place et le développement des relations avec les partenaires, les concurrents ainsi que l'exploitation des informations de différentes sources deviennent essentiels.

Quelle que soit l'approche utilisée et la qualité des données obtenues, force est de constater que cet exercice ne peut mener qu'à des anticipations incertaines. De nombreux essais de modélisation économétrique réalisés depuis plus de trente ans pour déterminer le prix du marché, la production à venir et autres, ont été effectués, mais ne donnent que des fourchettes de fluctuations des variables à estimer assez larges. L'incapacité de la plupart des experts à prévoir la chute considérable des prix du brut pétrolier est un des exemples les plus récents illustrant l'extraordinaire difficulté à anticiper tout prix répondant à des logiques de marché, qu'il s'agisse de matières premières ou non. C'est bien le sens du principe « efficience des marchés » sous quelque forme qu'elle soit et de l'idée qu'il est impossible de battre durablement le marché. En matière de hedging, ceci impose de choisir une stratégie en phase avec les anticipations de marché qu'un opérateur forme, mais également d'appréhender les conséquences financières d'une éventuelle erreur d'anticipation.

## **2.2. Le bénéfice de la prévision et des informations des institutions professionnelles**

Au Vietnam, la prévision du prix est la préoccupation centrale des producteurs de café et des institutions financières et bancaires du pays, puisqu'elles sont actuellement les représentantes de ces producteurs sur les bourses internationales de matières premières. Elles se doivent proposer aux producteurs vietnamiens de café, les stratégies de couverture les meilleures et les plus efficaces. Il est donc nécessaire que les banques commerciales fassent référence aux rapports d'étude issus d'organisations internationales de recherche, qu'elles en favorisent la diffusion, mais également qu'elles produisent, en raison de leur proximité géographique, économique et culturelle avec la filière café du pays, leurs propres rapports sur le café dans lesquels sont analysés les marchés domestique et international du café.

Actuellement, les grandes banques commerciales spécialisées en produits dérivés comme Techcombank, Maritime Bank publient quotidiennement et gratuitement leur bulletin de recherche à destination de leurs clients. Ce bulletin fournit toutes les nouvelles (qui sont importantes selon le point de vue de ces institutions financières) relatives aux marchés domestique et international du café, les événements micro-macroéconomiques concernés et surtout les avis et recommandations de ces organisations. Leurs clients reçoivent la même quantité et qualité d'informations.

Quant aux entreprises de production, l'idéal serait de créer une équipe de recherche spécialisée sur le café, le marché, les bourses de matières premières, les produits dérivés, etc. et que celle-ci puisse orienter ou conseiller dans ces choix le conseil d'administration. Les entreprises de production sont, dans une logique de filière, les institutions les plus éloignées de l'aval, c'est-à-dire de l'utilisateur final, mais elles disposent naturellement d'un avantage comparatif considérable dans l'analyse des conditions de l'offre du produit qu'elle peut exploiter, en combinaison avec les informations qu'elles reçoivent des institutions financières. Rappelons, pour s'en convaincre, que la plupart des négociants internationaux des pays industrialisés utilise leur position stratégique au sein de la filière, à mi-chemin entre la production et l'utilisation pour produire des analyses observées de tous, et ainsi mettre en œuvre leurs propres stratégies de couverture de leur marge d'intermédiation de spéculation, appelées « prop(rietary) trading ». Pour les entreprises qui sont dans l'incapacité de fonder une telle équipe, les informations issues des institutions financières prennent toute leur importance. Elles n'ont en effet pas d'autres options que de suivre les conseils des institutions



financières. Dans le contexte d'aujourd'hui, c'est le choix qu'on fait la plupart des opérateurs vietnamiens.

### 3. La livraison physique et les éléments à considérer

Un agent en position ouverte, longue ou courte, a trois possibilités lorsque l'échéance des contrats sur lesquelles il s'est positionné se rapproche:

- Annuler sa position en effectuant une opération de sens inverse, soit parce qu'il est dans une position spéculative et ne peut accepter une livraison physique, soit pour créer un résultat financier qui viendra compenser celui réalisés sur sa position initiale, conformément au principe même du hedging sur contrat future.
- Réaliser un switch afin d'éloigner celle-ci sur une échéance postérieure: un long vendra le switch alors qu'un short l'achètera;
- Rester en position, l'opérateur short va devoir mettre en filière et donc notifier leur intention, et les opérateurs longs attendent de recevoir une notification.

En dépit du principe théorique d'un recours obligatoire à la chambre de compensation sous peine de nullité de l'opération, un « échange physique pour contrats » (exchange of futures for physicals\_EFP)<sup>44</sup> peut également être opéré. C'est une transaction entre les deux parties dans laquelle un contrat à terme sur un produit est négocié pour la livraison physique. Par exemple, le vendeur ayant une position courte sur un contrat à terme et qui trouve un acheteur une position longue dans un contrat à terme de la même échéance, peut contacter ce dernier et accorder une livraison physique même avant l'échéance du contrat. Ces deux parties informent alors le commodity exchange pour que cette dernière fasse le nécessaire pour fermer les positions concernées. Cette opération est personnellement exécutée hors bourse de matières premières mais acceptable. Elle témoigne de la flexibilité réservée aux opérateurs dans leurs stratégies de gestion des risques. Ces opérations sont étroitement surveillées par les autorités de marché, pour des raisons évidentes de sécurité des transactions mais surtout pour éviter toute tentative de manipulation du marché. Elles sont comptabilisées et diffusées dans les rapports de marchés.

La livraison physique en aliment du contrat future, appelée également la mise en filière, est le fait que le vendeur a l'obligation de mettre des marchandises à la disposition de l'acheteur. La plupart des transactions à terme ne débouchent pas sur la livraison physique de la marchandise. Pourtant, en fonction de sa stratégie, le vendeur peut décider d'exécuter la livraison. Autrement dit, il laisse sciemment le contrat arriver à échéance pour livrer les marchandises physiques.

Si le vendeur a l'intention de livrer physiquement le produit, il doit annoncer sa décision à son courtier et faire part des éléments principaux relatifs à la quantité du contrat, le type de marchandises, le lieu de livraison, la quantité de produits, etc. Ce dernier en informe la chambre de compensation. La bourse choisit ensuite les partenaires qui reçoivent la

<sup>44</sup> Il y a trois méthodes d'exécution:

- Elle peut être réalisée par un même courtier qui croise les ordres de deux de ses clients, que ces deux clients ne se connaissent pas, ou que contreparties sur un contrat physique ils aient décidé de croiser leur couverture chez ce courtier.
- Elle est réalisée par deux courtiers différents, dont les clients se sont entendus pour croiser leurs ordres de terme suite à un contrat commercial.
- Elle est réalisée par deux courtiers pour le compte d'un même client, en général pour liquider une échéance qui arrive à terme.

livraison<sup>45</sup>. En réalité, si les contrats à terme peuvent être utilisés pour obtenir une livraison, leurs modalités ne sont guère pratiques et ce, pour toutes les parties. À titre d'exemple, le vendeur a l'exclusivité du choix du lieu de livraison. Cette situation peut créer des difficultés pour l'acheteur. Par ailleurs, le café livré, bien qu'acceptable au titre d'un contrat à terme, peut ne pas présenter les caractéristiques de qualité souhaitées par l'acheteur.

La plupart des producteurs vietnamiens de café participent aux opérations sur produits dérivés dans le but de vendre le café physique, ce qui est, au regard des éléments évoqués précédents, toujours possible, mais témoigne d'une incompréhension de ce qu'est réellement un contrat future. Il est alors nécessaire qu'ils lisent et comprennent les clauses du contrat à terme ou d'option. Ils sont obligés de maîtriser les informations relatives aux droits ainsi qu'aux obligations de chaque partie contractuelle, en particulier les clauses strictement liées à la livraison. Il y a des points spécifiques auxquels il faut être très attentif lors de la livraison physique. Ces points sont évoqués ci-après.

### **3.1. La conformité du café en termes de qualité**

Chaque fois que le producteur vietnamien veut vendre physiquement du café, il doit s'assurer que le produit réponde aux critères standardisés des caractéristiques du café proposées par les bourses domestiques ou internationales de matières premières. Pour cela, il est obligé de connaître à l'avance ces caractéristiques. Ces informations sont publiquement disponibles et il reste alors au producteur d'évaluer les conséquences financières d'un écart de qualité entre le café dont il dispose et celui spécifié dans le contrat future.

Pour chaque marché à terme de référence, il existe un barème de primes/décotes par origine. Il s'agit d'une indication de la valeur du café par rapport à l'origine du café sur laquelle est basé le contrat à terme ou d'option. Ce n'est qu'une indication car sur le marché physique, les producteurs et les utilisateurs vont fixer les prix, et les primes, en fonction de leurs anticipations. En se basant sur cette indication, on détermine la différence à payer ou à recevoir en cas de livraison physique du produit. Le vendeur reçoit la différence si son produit est meilleur au café à l'origine (dont les caractéristiques sont bien expliquées sur le contrat standard). Le vendeur doit considérer cette indication avant de prendre décision de la livraison physique ou non.

### **3.2. La meilleure période de livraison du café**

La livraison physique de la marchandise se déroule à une date ultérieure indiquée dans le contrat à terme ou d'option. A Londres, le premier jour de notification (first notice day) correspond au premier jour du mois (d'échéance). La livraison doit avoir lieu entre le premier et le dernier jour de cotation du mois d'échéance bien que les modalités puissent varier d'un marché à l'autre. A New York, ce jour de notification intervient entre le 15 et la fin du mois. Si le producteur vietnamien entreprend la vente physique du produit, il doit s'assurer d'avoir fait grader au moins autant de lots que sa position pour les mettre en filière. Afin

---

<sup>45</sup> Le vendeur doit faire attention à trois jours importants, y compris:

- Le premier jour d'annonce (first notice day): c'est le premier jour où l'annonce de la livraison physique est envoyée à la chambre de compensation.
- Le dernier jour d'annonce (last notice day) : c'est le dernier délai où l'annonce de livraison est envoyée à la chambre de la compensation. Après ce jour, la livraison physique est impossible.
- Le dernier de négociation (last trading day): c'est le jour fixé quelques jours avant le dernier jour d'annonce.

En général, les négociateurs ayant la position longue ferment leur position avant le premier jour d'annonce pour éviter les risques.

d'économiser le coût du portage (stockage et financement) sur le mois, il doit notifier sa volonté de mettre en filière dès que possible en début de mois d'échéance.

### **3.3. Le meilleur lieu de livraison du café**

En principe, si le lieu de livraison de marchandises est bien indiqué dans le contrat à terme ou d'option, le vendeur n'a pas le choix du lieu de livraison, et se doit donc de respecter cette clause. Avant de signer un tel contrat, le producteur vietnamien de café doit mesurer qu'il est capable de mettre du café à disposition de l'acheteur à un endroit défini tout en évaluant les conséquences logistiques (le mode et moyen de transport, les frais de transport, etc.), et assurantielles. Au-delà de la capacité d'exécution de la livraison, le producteur vietnamien de café doit naturellement penser à une « problématique financière ». En effet, les frais de transport, d'assurance et autres frais sont ajoutés aux coûts du produit pour calculer exactement le résultat de l'opération.

En général, le produit d'un opérateur qui a l'intention d'effectuer la vente physique est préalablement gradé (gradings). Autrement dit, les lots du produit sont déclarés conformes aux impératifs de qualité de la bourse de matières premières par ses « graders » et entreposés dans un port autorisé par celui-ci.

Si le vendeur vietnamien a le droit de décider du lieu de livraison, il est évident que le lieu de livraison des marchandises lui sera favorable. Le mot « favorable » se rapporte à la facilité d'exécution de l'obligation de livraison et la réduction maximale des frais pour mettre les marchandises à disposition de l'acheteur. Auparavant, les exportateurs vietnamiens avaient pour habitude de vendre au prix FOB (Free on Board ou Freight on Board). L'obligation de livraison est remplie quand la marchandise est placée à bord du navire au port d'embarquement désigné. Ils dédouanent la marchandise à l'exportation. Ainsi, les exportateurs ne prenaient pas la responsabilité et le risque d'avoir des produits perdus ou endommagés durant la période du transport à partir du pays exportateur jusqu'au pays importateur. Dans une logique commerciale plus accommodante, le vendeur vietnamien peut également organiser et payer le transport dans le pays d'exportation. Les risques et frais sont transférés à l'acheteur lorsque les produits sortent du bateau ou de l'avion. Aujourd'hui, les mentalités de certains exportateurs vietnamiens ont beaucoup changé. Ils profitent des avantages de divers services fournis par les transporteurs domestiques et déterminent sur cette base quel mode de livraison leur est le plus profitable. Délaissant leurs habitudes commerciales du FOB Hô-Chi-Minh-Ville, les producteurs de café doivent faire de même. Que la livraison de la marchandise soit fixée dans le cadre d'un contrat à terme ou d'une option ou choisie par le producteur vietnamien de café, celui-ci ne peut de toute évidence négliger les conditions logistiques et celles liées à l'assurance de marchandises que la vente du café implique.

## II. LA COUVERTURE DU RISQUE DU PRIX DU CAFE

### 1. Les principes de la couverture

#### 1.1. Le respect absolu de la couverture des risques

La compréhension des risques auxquels sont exposés les différents acteurs d'une filière consiste le point de départ évident de la mise en œuvre des stratégies de hedging. Le producteur est traditionnellement considéré être dans une position physique (ou initiale) longue. Il détient du café ou va en détenir de manière certaine lorsque ces récoltes arriveront à maturité et est donc, toutes choses égales par ailleurs, exposé au risque de baisse des prix de la matière. L'utilisateur—et non le consommateur dont le comportement ne procède pas d'une logique commerciale ou industrielle—est très logiquement dans une situation symétrique. Dans le cas du café, ce torréfacteur est dit « short » physique dans la mesure où celui-ci se doit de sécuriser ses approvisionnements. L'exportateur et l'importateur sont différents et peuvent être assimilés à des intermédiaires. Ils achètent le café lorsque le producteur souhaite vendre et le vendent le torréfacteur souhaite acheter. L'exportateur joue le rôle de l'acheteur dans la relation avec le producteur mais celui du vendeur dans la relation avec l'importateur ou le torréfacteur. Et l'importateur devient acheteur pour l'exportateur mais vendeur pour le torréfacteur. Chacun de ses opérateurs devra précisément identifier l'ampleur de leur position physique pour déterminer l'ampleur de la position « papier » qui doit ou souhaitent détenir.

En théorie, le vendeur peut détenir des stocks de café déjà récolté ou du café encore sur l'arbre. Sa production future fait l'objet de variation de prix sur le marché. Il ne sait pas exactement la quantité de café qu'il produira mais peut avoir une idée assez précise de celle-ci grâce à son expérience. Et l'acheteur, comme le torréfacteur, doit évidemment acheter du café. Les variations de prix peuvent affecter sensiblement son activité et s'il a une bonne idée de volume de vente à terme, il n'a aucune idée du prix auquel il payera son café, sauf s'il se couvre ou s'il négocie un prix fixe dans le cadre d'un contrat commercial de type Forward. Néanmoins, comme nous l'avons signalé, le risque de contrepartie inhérent à cette transaction limite assez largement la probabilité que celle-ci survienne.

Le prix commercial du café comme de la plupart des matières premières se divise en un prix de référence, souvent issu d'un marché future puisque celui-ci est librement observable, auquel il convient d'ajouter ou de retrancher un différentiel. Le différentiel est établi sur la base du lien entre des différents types et qualités de café et les prix sur le marché à terme où se négocient des quantités et des qualités de café standard. Par exemple, le contrat du café « C » sur l'ICE est la base pour le calcul du différentiel. L'arabica doux du Brésil a un différentiel d'environ moins 15 cents par livre FOB. L'UGQ (usual good quality) colombien est négocié à ICE « C » plus 15 cents la livre FOB. La période d'expédition est aussi un facteur important lors de la circulation du différentiel. Par exemple, les arabicas expédiés en juin sont vendus à un différentiel par rapport au contrat ICE « C » Juillet.

L'opération de couverture des risques est la gestion des risques inhérents aux évolutions imprévues des cours. Elle permet la compensation du risque de prix normal lié à la détention de stocks invendus ou au stockage du café (position « longue ») et à la vente différée de café qui n'a pas encore été acheté (position « courte »). Les ambitions d'une telle stratégie doivent cependant, au-delà de ce principe général, est précisée:

— La couverture des risques n'élimine pas le risque mais elle est un moyen de le gérer, même si on utilise l'achat ou la vente sur la base d'un différentiel. Pourtant, les différentiels de prix sont généralement moins volatiles que les prix à terme.

- L'opération de couverture permet de compenser le risque de prix par le biais de transactions de sens opposé sur les marchés papiers. Un producteur long physique adoptera donc une position short papier, tandis qu'un acheteur structurellement short physique prendra une position longue sur le marché future.
- Seul le risque de prix peut être couvert. Cette méthode ne couvre pas le risque de base ou le risque de différentiel.
- La couverture des risques exige le soutien de la part de banques expérimentées connaissant parfaitement le financement du commerce des produits de base, surtout dans le cas de marchés extrêmement volatiles où les opérations de couverture peuvent exiger des mises en fonds de plus en plus importantes pour les plus solides financièrement.
- L'opérateur doit connaître de nombreuses stratégies de couverture différentes et le niveau de protection du prix offert par chacune stratégie. En d'autre terme, il doit devenir un professionnel de la gestion des risques pour pouvoir prétendre à une stratégie de couverture efficace.

Lors de l'exécution d'une couverture, l'opérateur doit théoriquement adosser de manière stricte les échéances et les tonnages. Mais il peut aussi utiliser les différences de prix entre deux échéances ou deux places de cotation. C'est l'achat d'un produit ou d'un contrat dont la valeur est estimée à la hausse, destiné à compenser la perte de valeur d'un autre contrat ou produit. Et quels que soient ces choix, le vendeur essaie toujours de vendre ses lots de terme au plus haut afin d'améliorer son profit. A travers l'analyse sur le marché, le scénario et la perspective de volatilité, on peut déterminer le type du contrat (future ou option ou une combinaison de future et d'option), les échéances, les places de négociation, etc.

Afin d'échapper au risque du prix et sous l'hypothèse raisonnable où les solutions commerciales ne sont pas envisageables à long terme, les producteurs individuels et les entreprises du Vietnam n'ont qu'un seul choix – la couverture des risques. L'utilisation de Future et/ou d'option en bourse de matières premières est alors une solution incontournable, mais elle génère ses propres contraintes, dont le financement des appels de marge n'est qu'un aspect.

## 1.2. Le choix de l'échéance

Le choix de l'échéance peut être guidé par des conditions de structure de prix, ou bien par des impératifs liés aux anticipations de mouvement du marché. On peut voir deux règles dans le choix de l'échéance pour la couverture:

- L'échéance est choisie par rapport à l'échéance de liquidation estimée au plus précis (échéance physique stricte).
- En fonction de cette date, il convient de choisir une échéance qui protège la société contre des renversements de structure et qui lui permet de profiter des avantages procurés par le marché.

Comme nous le savons, le marché cote plusieurs échéances trimestrielles, voire mensuelles. Il y a deux configurations de marché, en report ou contango (plus l'échéance est lointaine plus le prix est élevé<sup>46</sup>) et le marché en déport ou backwardation (quand le rapproché vaut plus cher que l'éloigné<sup>47</sup>). Le switch ou la différence de prix entre deux échéances est

<sup>46</sup> C'est la structure naturelle du marché à terme. Il rémunère le coût de stockage entre deux dates. La différence entre l'échéance éloignée et l'échéance rapprochée (ou le spot) ne doit pas excéder le coût de stockage. Si le report entre deux échéances est supérieur au coût de stockage correspondant c'est que le comptant vaut plus cher qu'il ne le devrait.

<sup>47</sup> A l'inverse de la situation précédente il n'y a pas de limite à cette situation, typique d'un marché en pénurie sur le rapproché.



l'information la plus recherchée sur le marché. Un switch positif entre deux échéances correspond à une situation de report ou contango, alors qu'un switch négatif correspond à une situation de déport ou backwardation. Evidemment, la valeur du switch varie dans le temps, en fonction des anticipations et donc des opérations réalisées<sup>48</sup>.

En comparant le même switch à la même date d'une année à l'autre, on peut voir les anticipations pour les mois à venir. Un switch qui augmente veut donc dire que la marchandise est plus demandée sur l'éloigné que sur le rapproché. A l'inverse, un switch qui diminue est le signe d'un rapproché plus demandé que l'éloigné. Il appartient donc, dans le cas d'un marché en contango, de choisir une date plus éloignée (proche) si on est en situation de vendre (d'acheter). Dans le cas du marché en backwardation, il faut essayer de fixer le plus tard à l'achat et fixer le plus tôt à la vente. On profitera donc des switches existants, en particulier si l'écart est jugé anormalement profitable. D'autre part, si pour l'échéance la plus proche nous avons une anticipation quasi sûre de ce que va faire le marché, il faut faire en sorte d'y maintenir une position conforme à celle-ci.

### **1.3. Le choix de la bourse la plus appropriée**

Comme nous l'avons vu précédemment, les producteurs vietnamiens de café sont limités en termes de personnels, d'infrastructure et de technologie. Par conséquent, il ne leur est pas facile de participer directement aux transactions sur les bourses internationales de matières premières. En exécutant des opérations dérivées de façon directe à l'étranger, les risques auxquels ils se confrontent sont très élevés. Dans ce contexte, nombre de producteurs ne souhaitent pas négocier directement sur les bourses internationales de matières premières. Les contraintes réglementaires pour le faire sont également importantes. Selon « le règlement sur le cadre et les conditions réservés aux marchands vietnamiens lors de la participation aux opérations sur les bourses internationales de matières premières », le capital social de l'entreprise doit être de 50 milliards de dongs<sup>49</sup> au minimum et leurs activités doivent être strictement liées aux marchandises négociées. La négociation sur les bourses internationales de matières premières est alors exécutée à travers des courtiers nationaux. La modalité de paiement et le dépôt de garantie doivent respecter les dispositions légales et directives de la SBV.

Au regard de ces éléments, il est donc préférable que les producteurs vietnamiens de café participent aux opérations dérivées à l'intérieur du pays sur le centre du café BCEC et/ou la bourse de marchandises du Vietnam VNX et, lorsqu'ils peuvent, à l'extérieur du pays à travers les intermédiaires domestiques. Pour l'avenir et pour les grandes entreprises disposant du personnel qualifié et des connaissances en matière d'économie et de finance internationales, en particulier les opérations dérivées, l'exécution directe des transactions sur les bourses internationales de matières premières est fortement encouragée puisque la négociation sur les bourses internationales de matières premières réduit la « distance » entre les producteurs vietnamiens et le marché mondial et entraîne par conséquent la diminution des frais de la vente du café.

#### ***1.3.1. La négociation directe sur le BCEC et la VNX***

---

<sup>48</sup> Un switch qui diminue, c'est le rapproché qui monte et/ou l'éloigné qui diminue ou le rapproché qui monte plus vite que l'éloigné ou le rapproché qui baisse moins vite que l'éloigné. Un switch qui augmente, c'est le rapproché qui baisse et/ou l'éloigné qui monte ou le rapproché qui baisse plus vite que l'éloigné ou le rapproché qui monte moins vite que l'éloigné.

<sup>49</sup> Ça équivaut environ à 1,8 millions d'euro.



Le centre BCEC et la bourse VNX sont décrits dans la partie 1 ci-dessus. Les producteurs et entreprises vietnamiens peuvent s'y référer, mais doivent être vigilants sur certains points.

*Premièrement*, ils doivent participer en priorité aux négociations sur le marché de la bourse VNX ou le centre BCEC. La participation aux bourses de matières premières à l'intérieur du pays leur apporte des avantages certains. En effet, le BCEC et la VNX sont fondés sur la réalité du commerce du café au Vietnam. Ils ont donc des points communs et leur participation devient plus facile. Or, ils doivent comprendre que c'est à eux d'animer ces activités à l'intérieur du territoire du Vietnam puisqu'une fois développées, ils seront les premiers à en bénéficier.

*Deuxièmement*, ils doivent choisir d'être membres de la bourse ou d'exécuter des opérations à travers les intermédiaires (courtiers). Chaque position possède ses avantages et ses inconvénients. En étant membres de la bourse ou du centre de matières premières, ils peuvent bénéficier des avantages de la bourse, réduire les acteurs intermédiaires et donc, les frais de transactions. Pourtant, les exigences réservées aux membres de la bourse sont comme nous l'avons vu extrêmement strictes. N'importe quel opérateur ne peut pas y répondre. En cas d'exécution des opérations par des intermédiaires (courtiers), les frais de transactions sont plus élevés. Les producteurs et entreprises vietnamiens doivent se pencher sur ces problématiques et finaliser les procédures à mettre en œuvre avant la première négociation.

*Troisièmement*, il est impératif de respecter les exigences imposées par la bourse ou le centre de matières premières, en particulier le dépôt de garantie et l'appel de marge.

### ***1.3.2. La négociation sur les bourses internationales de matières premières à travers les courtiers domestiques***

Le robusta occupe une grande partie de la production de café au Vietnam. Les producteurs et entreprises vietnamiens s'intéressent donc davantage à l'ICE Europe. Pourtant, l'ICE U.S Futures intéresse aussi les producteurs d'Arabica. Lorsqu'ils participent à la négociation des produits dérivés sur les bourses internationales de matières premières, les producteurs et entreprises vietnamiens doivent faire attention aux points énoncés ci-dessous.

*Premièrement*, la qualité du café négocié sur les bourses internationales de matières premières est de grande importance. La plupart des producteurs et entreprises vietnamiens qui participent aux opérations dérivés doivent pouvoir considérer le fait de livrer physiquement leur café (opération appelée la « filialisation ») et non de compenser. Ils doivent donc accorder une importance toute particulière alors aux spécifications du contrat négocié sur les bourses internationales de matières premières afin d'estimer la conformité de leur produit. Si la qualité disponible n'est pas exactement celle spécifiée dans le contrat, ils doivent estimer eux-mêmes la qualité de leur produit, déterminer si leur produit est livrable et calculer le prix équivalent de leurs produits en comparaison avec le prix du produit standardisé.

*Deuxièmement*, les producteurs et entreprises vietnamiens doivent veiller à la méthode du choix de la banque commerciale comme intermédiaire financier. En principe, la décision est prise lorsque la demande de l'opérateur « rencontre » l'offre du courtier. Il faut que l'opérateur évalue le courtier, la nature et la qualité de son offre (la liste des produits financiers, son réseau de distribution, sa capacité d'accès aux différentes bourses mondiales ou régionales et les services annexes qu'il peut offrir). Il faut également pouvoir évaluer la capacité financière du courtier.

Actuellement, les règlements juridiques ne permettent pas encore aux producteurs ou entreprises vietnamiens du café d'exécuter les opérations dérivées directement sur les bourses internationales de matières premières. C'est la raison pour laquelle, les banques commerciales se trouvent souvent dans une position dominante par rapport aux entreprises même si ces dernières jouent le rôle de clients. Cette caractéristique se manifeste dans le fait que tous les contrats de coopération avec les entreprises sur les opérations dérivées sont pré-rédigés par les banques et donc non négociables. Les producteurs et entreprises vietnamiens n'ont donc d'autres choix que d'accepter.

Les frais de transaction sont aussi un critère très important. Il faut s'intéresser aux frais réels d'une opération qui comprend les frais de courtage à acquitter sur chaque opération, les droits de garde liés à la conservation du produit, les éventuels « frais de marché » acquittés par le courtier lui-même auprès de la plateforme qui exécute ses ordres, les frais d'information par SMS, internet, les coûts des ordres passés par téléphone le cas échéant, etc. Il est ensuite important de vérifier que la banque est bien en mesure d'offrir les services qu'elle propose. En d'autres termes, il faut déterminer la gamme des services qu'elle est autorisée d'offrir. Pour cela, on peut consulter les pages de la bourse de matières premières ou des sites officielles des autorités du pays comme le site de la SBV. Enfin, les entreprises et producteurs vietnamiens doivent réserver les informations des ordres envoyés aux banques commerciales, suivre le transfert des ordres de la part des banques commerciale, ensuite il faut vérifier les opérations quotidiennes, faire du calcul des profits ainsi que des pertes, déterminer les positions et surtout les comparer avec les rapports envoyés par la banque commerciale.

## **2. La couverture par le contrat à terme**

La couverture des risques consiste à se couvrir contre une évolution défavorable de l'actif sous-jacent. Elle se fonde sur le principe que les prix sur le marché au comptant et à terme ont tendance à co-varier. La raison en est simple: le prix commercial d'une matière première se fonde sur un prix de référence issu d'un contrat future et c'est sur ce même contrat que l'opérateur devra. Ce mouvement n'est pas nécessairement identique mais il est toujours proche qu'il est possible de réduire le risque d'une perte sur le marché au comptant à travers la prise d'une position opposée sur le marché à terme. D'un point de vue opérationnel, une corrélation entre ces deux prix qui serait inférieure à 0.9 pourrait être jugée trop faible que la procédure d'adossement des positions physiques et papiers soit mise en œuvre. La stabilité dans ce coefficient de corrélation est de toute évidence également déterminante sur la qualité d'un hedge.

Cette action permet la compensation d'une perte d'un marché par le profit de l'autre. La couverture par le contrat à terme est un processus de deux étapes. En fonction de la situation du producteur ou négociant sur le marché au comptant, ce dernier décide d'acheter ou de vendre le contrat à terme. S'il a l'intention d'acheter (ou vendre) –il est donc short (ou long) une marchandise sur le marché au comptant, il va acheter (ou vendre) un contrat à terme sur la bourse de marchandises. Dans la deuxième étape où la négociation sur le marché au comptant se passe, il faut que le producteur ou négociant ferme sa position longue (ou courte) sur le contrat à terme tout en vendant (ou achetant) un autre contrat à terme à conditions que ces deux contrats à terme aient le même produit, le même mois d'échéance, la même quantité, etc.

### **2.1. L'achat de couverture**

Cette stratégie est utilisée au cas où les producteurs, les torréfacteurs ou exportateurs, etc., voudraient certainement acheter une marchandise, mais seraient inquiets de

l'augmentation du prix et alors, essaieraient de « fixer » le prix d'achat jusqu'à ce qu'ils achètent du produit. Un torréfacteur se trouve dans le contexte où ses clients veulent acheter un pourcentage fixe du café à un prix fixe pour des livraisons jusqu'à un an à avance. Ceci pourrait conduire le torréfacteur à acheter du café vert correspondant au comptant, à le financer et de l'entreposer le temps nécessaire. Ceci implique cependant l'immobilisation de sommes financières considérable d'où l'intérêt pour le torréfacteur d'acheter des positions à terme aussi loin dans le temps que nécessaire pour couvrir la vente du café torréfié. Alors, il achète les différents mois à terme en bourse. Il achète une quantité donnée du café physique au moment où il en a besoin pour la torréfaction pour couvrir la vente échelonnée du café torréfié. Au moment de l'achat du café effectif, il liquide de sa position en bourse et achète en physique.

Prenons, pour le comprendre, le cas d'un torréfacteur qui le 2 janvier vend l'équivalent de 500 sacs d'arabica par mois de café torréfié, pour la livraison de février à janvier de l'année suivante au prix fixe de 1,73\$/livre. Il protège à présent ce prix en achetant simultanément les positions mensuelles du contrat « C » comme suit:

- 5 lots (1.250 sacs) de Mars au prix de 1,68\$/livre
- 5 lots (1.250 sacs) de Mai au prix de 1,70\$/livre
- 5 lots (1.250 sacs) de Juillet au prix de 1,72\$/livre
- 5 lots (1.250 sacs) de Septembre au prix de 1,74\$/livre
- 4 lots (1.000 sacs) de Décembre au prix de 1,76\$/livre

Ça fait 24 lots (6.000 sacs) à une moyenne de 171,83 cents/livre soit 1,17\$/livre en dessous du prix de vente. Alors, le torréfacteur a immédiatement couvert l'essentiel du risque de prix encouru et ainsi bloqué sa marge. Il peut à présent s'occuper à sa convenance de l'achat du café physique dont il a besoin en achetant périodiquement de l'effectif à torréfier et à expédier à son client, tout en vendant simultanément la quantité correspondante sur le marché à terme. Le tableau suivant présente le résultat de l'achat de couverture qui est exécuté par le torréfacteur.

Date	Actions
2 Janvier	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Vente de l'équivalent de 500 sacs d'arabica par mois de café torréfié, pour la livraison de février à janvier de l'année suivante au prix fixe de 1,73\$/livre</li> <li>– Achat de 5 lots (1.250 sacs) de Mars au prix de 1,68\$/livre</li> <li>– Achat de 5 lots (1.250 sacs) de Mai au prix de 1,70\$/livre</li> <li>– Achat de 5 lots (1.250 sacs) de Juillet au prix de 1,72\$/livre</li> <li>– Achat de 5 lots (1.250 sacs) de Septembre au prix de 1,74\$/livre</li> <li>– Achat de 4 lots (1.000 sacs) de Décembre au prix de 1,76\$/livre</li> </ul>
1 Mars	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Achat de 1.250 sacs de doux au comptant au prix de 1,70\$/livre</li> <li>– Vente de 5 lots (1.250 sacs) de Mars au prix de 1,70\$/livre</li> <li>⇒ Il utilise son bénéfice de 2 cents de la vente du contrat « C » pour abaisser le coût de l'achat d'effectif à 1,68\$/livre</li> </ul>
1 Avril	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Achat de 1.250 sacs de doux au comptant au prix de 1,69\$/livre</li> <li>– Vente de 5 lots (1.250 sacs) de Mai au prix de 1,69\$/livre</li> <li>⇒ Il applique la perte de 1cent de la vente du contrat « C » sur le coût de l'achat d'effectif, ce qui donne un prix de 1,70\$/livre</li> </ul>

Date	Actions
	Le torréfacteur continue d'acheter le café de son choix selon ses besoins, que ce soit par lots de 250 sacs ou 1.250 sacs en une seule fois, et il vend le nombre équivalent de lots à terme. Son objectif est de maintenir le différentiel moyen de 1,71\$/livre ou mieux sur l'achat de son café physique par opposition à sa position sur le marché à terme.

**Tableau 14: Le résultat de l'achat de couverture qui est exécuté par le torréfacteur**

## 2.2. La vente de couverture

Cette stratégie est utilisée quand les opérateurs disposent ou disposeront quelque quantité de marchandises et veulent les vendre. Par exemple, un vendeur qui détient des stocks non vendus du café souhaite se protéger contre le risque de chute du prix. Il va vendre un contrat à terme maintenant mais fermer la position courte par l'achat d'un même contrat quand la négociation sur le marché au comptant se passe. Ce risque est compensé par une vente à terme d'une quantité correspondante sur le marché à terme (la couverture courte ou à la vente). Si le prix baisse, celui-ci est perdant sur le café physique qu'il possède. Cependant, il se rattrape grâce au bénéfice réalisé en bourse car le contrat à terme aura été racheté à un prix également inférieur<sup>50</sup>.

La fluctuation du prix sur le marché	Transaction sur effectif		Transaction à terme	
	15 Septembre	30 Octobre	15 Septembre	30 Octobre
Le marché baisse	Achat de 1000 sac de 152 livres chacun au caféiculteur au prix de 1,62\$/livre	Vente 1000 sacs au prix de 1,61\$/livre	Vente de 4 lots Décembre « C » au prix de 1,72\$/livre	Achat de 4 lots Décembre « C » au prix de 1,70\$/livre
	La perte = 1.520 \$		Le bénéfice = 3.000 \$	
	Bénéfice net avant commissions = 1.480\$			
Le marché monte	Achat de 1000 sac de 152 livres chacun au caféiculteur au prix de 1,62\$/livre	Vente 1000 sacs au prix de 1,65\$/livre	Vente de 4 lots Décembre « C » au prix de 1,72\$/livre	Achat de 4 lots Décembre « C » au prix de 1,74\$/livre
	Le bénéfice = 4.560 \$		La perte = 3.000 \$	
	Bénéfice net avant commissions = 1.560\$			

**Tableau 15: Le résultat de la vente de couverture qui est exécutée par un exportateur**

Soit par exemple un exportateur qui achète le 15 Septembre 1000 sacs d'arabica (équivalent à 152 livres) au prix de 1,62\$/livre pour une expédition en Octobre. Il vend plutôt quatre lots (équivalent à 150 livres) sur la position New York « C » Décembre au prix de 1,72\$/livre puisqu'il pense que le prix pouvant être obtenu sera très proche du prix demandé, plus ou moins le différentiel pour le café physique. Le tableau suivant présente le résultat de la vente de couverture qui est exécutée par l'exportateur.

Si le marché du café physique baisse, il se protège contre le prix inférieur auquel il pourrait être contraint de vendre, et ce par le biais d'un achat simultané du New York « C » échéance Décembre. Si le marché devait augmenter, la perte sur le contrat à terme Décembre

<sup>50</sup> Ici, on parle la fluctuation de même sens en terme du prix, sur le marché au comptant et le marché à terme. En d'autre terme, les prix à terme baissent aussi lorsque les prix du physique baissent et en revanche.

serait compensée par le prix plus élevé qu'il percevrait grâce à la vente des 1000 sacs de café physique en supposant que les prix à terme et du café physique évoluent en tandem.

Il faut noter que les différentiels sont généralement mais pas systématiquement inférieurs lorsque les prix à terme sont élevés, et plus élevés lorsque les prix à terme sont bas. Parfois, les différentiels sont extrêmement volatiles. Bien que ces variations soient favorables à l'exportateur, elles peuvent aussi leur réserver de mauvaises surprises. Les différentiels varient sous l'effet conjugué de plusieurs facteurs, y compris les problèmes de production ou d'approvisionnement à l'origine ou les influences extérieures sur les marchés à terme.

### 2.3. La base et l'achat ou la vente de couverture

La réalité des opérations à terme montre qu'il existe toujours une couverture imparfaite à cause de la base – la différence entre le prix au comptant et le prix future d'un actif. Le prix au comptant d'une marchandise est égal au prix à terme augmenté de variables comme le fret, stockage, la qualité, les facteurs de l'offre et de la demande, etc. La base peut être faible ou importante (même si les prix au comptant et à terme ne se fluctuent pas toujours dans la même direction). La base est appelée « Strengthen » lorsqu'elle est plus positive ou moins négative. Par contre, elle est nommée « Weaken » quand elle est moins positive ou plus négative.

Bien que la base soit moins risquée que les prix du produit au comptant et à terme, le risque de base s'apparente bien à un risque du marché et influence très nettement l'efficacité du hedge, positivement comme négativement. Supposons qu'une entreprise vietnamienne décide en juillet de vendre du café au milieu du mois d'Août. Le prix du café est prévu au niveau de 1.570 USD/tonne pour le mois d'Août. Il vend un contrat à terme du mois de Septembre au prix de 1.600 USD/tonne. La base est alors de moins 30 USD/tonne.

	Marché au comptant	Marché à terme	Base	
Au mois de Juillet	Espoir du prix de 1.570 \$/tonne	Vente du contrat à terme au prix de 1.600 \$/tonne	-30	
Les différentes situations	Marché au comptant	Marché à terme		Le prix final de la vente
Le prix chute et la base ne change pas	Vente au prix de 1.550 \$/tonne -20 \$/tonne	Achat du contrat à terme au prix de 1.580 \$/tonne + 20 \$/tonne	-30	1.550 \$/tonne + 20 \$/tonne <b>=1.570 \$/tonne</b>
Le prix chute et la base est plus négative	Vente au prix de 1.540 \$/tonne -30 \$/tonne	Achat du contrat à terme au prix de 1.580 \$/tonne + 20 \$/tonne	-40	1.540 \$/tonne + 20 \$/tonne <b>=1.560 \$/tonne</b>
Le prix chute et la base est moins négative	Vente au prix de 1.570 \$/tonne 0 \$/tonne	Achat du contrat à terme au prix de 1.580 \$/tonne + 20 \$/tonne	-10	1.570 \$/tonne + 20 \$/tonne <b>=1.590 \$/tonne</b>
Le prix augmente et la base ne change pas	Vente au prix de 1.600 \$/tonne +30 \$/tonne	Achat du contrat à terme au prix de 1.630 \$/tonne - 30 \$/tonne	-30	1.600 \$/tonne -30 \$/tonne <b>=1.570 \$/tonne</b>
Le prix augmente et la base est plus négative	Vente au prix de 1.590 \$/tonne +20 \$/tonne	Achat du contrat à terme au prix de 1.630 \$/tonne - 30 \$/tonne	-40	1.590 \$/tonne -30 \$/tonne <b>=1.560 \$/tonne</b>
Le prix augmente et la base est moins négative	Vente au prix de 1.620 \$/tonne 0 \$/tonne	Achat du contrat à terme au prix de 1.630 \$/tonne - 30 \$/tonne	-10	1.620 \$/tonne -30 \$/tonne <b>=1.590 \$/tonne</b>

*Tableau 16: L'exemple des effets de la base sur le résultat final de l'opérateur*

Dans cette configuration et quels que soient les mouvements du prix, le vendeur se retrouve dans une situation profitable si et seulement si la base est moins négative.

La couverture par le contrat à terme offre la possibilité d'établir par avance un niveau du prix grâce au fait que les prix au comptant et à terme ont la tendance de fluctuer dans la même direction. Le cas idéal permet de compenser la perte sur ce marché par le profit sur l'autre. Dans tout cas, l'opérateur peut se protéger contre le mouvement défavorable du marché. A côté du risque du prix, l'opérateur peut également se servir du contrat à terme afin de mieux appréhender les conséquences le risque de base. Selon les dires « du marché », « a stronger than expected basis will benefit a short hedger, while a weaker than expected basis works to the advantage of a long hedge »

Marché au comptant	“Stronger”	“Weaker”
Vente de couverture	Favorable	Défavorable
Achat de couverture	Défavorable	Favorable

*Tableau 17: La conclusion de l'utilisation du contrat à terme en fonction de la base*

Alors, être long de la base consiste à profiter d'un écartement du prix Future par rapport au prix au comptant. Être short de la base consiste à profiter d'un resserrement du prix Future par rapport au prix au comptant. A terme, le prix au comptant et le prix Future sont censés converger. Les opérateurs doivent en cela faire attention à l'observation des données historiques puisque la base dans le secteur agricole a tendance de poursuivre des schémas réguliers et saisonniers. En outre, il faut que les opérateurs fassent de la comparaison entre la base actuelle avec la base espérée au moment d'achat ou de vente du produit grâce à la statistique de bases. Cela montre bien si le prix acheté ou vendu est plus ou moins élevé au prix espéré. Il s'agit d'une information importante pour la prise des décisions chez les opérateurs.



## CONCLUSION

Au Vietnam, le café joue un rôle très important pour l'économie nationale en général, et le secteur agricole en particulier. Les statistiques du Département général des Douanes du Vietnam démontrent que le café est le deuxième produit le plus exporté du Vietnam. Cette puissance n'est cependant que très relative, car ce secteur souffre d'une fragmentation de son processus productif (80% des producteurs sont individuels), d'une qualité instable des produits offerts et encore éloignée des standards internationaux, et d'une absence de mécanisme durable de gestion du risque de prix liée à l'échec –temporaire- des tentatives d'instauration d'un marché à terme du BCEC et de la VNX. Ces marchés étaient pourtant d'une importance stratégique considérable pour ce secteur face à l'inefficacité des mesures traditionnelles de gestion des marchés par les volumes. Les mesures de stockage privé des quantités produites doivent en effet s'appréhender comme un report de vente et représente un cout financier non négligeable. De ce point de vue et en raison des capacités de stockage adéquates limitées, les entreprises vietnamiennes ont souvent été obligées de vendre le café produit dès la récolte, contribuant des lors à une baisse des prix du produit. L'acteur public s'est également attaché à réguler l'offre de café disponible par la définition de stocks publics, mais il ne disposait pas, à l'instar des producteurs, d'une marge de manœuvre suffisamment importante pour influencer la dynamique des prix. A moins de segmenter totalement les facteurs d'offre et de demande à l'échelle nationale - ce qui n'a pas de sens dans le cas du café qui demeure un produit d'exportation-, ces deux politiques n'avaient en réalité aucune chance de réussir. Les matières premières sont des produits homogènes offrant une très forte cohérence de prix à l'international et tout retrait d'un pays sur les marchés internationaux s'est systématiquement traduit par une politique de substitution auprès d'autres producteurs. Dans le cas du Robusta ou l'effet qualité joue moins que pour l'Arabica pour lequel des stratégies de différenciation demeurent toujours possible à l'imager du « Blue moutain », ceci est d'une résonance toute particulière. Inefficaces, ces politiques sont également largement aléatoires si elles ne sont pas couvertes par des mécanismes de prix à terme permettant de s'assurer d'un prix de revente. Face à ces incapacités d'orienter le marché par les volumes et à la nécessité qui en résulte d'accepter le libre fonctionnement du marché, l'idée des autorités vietnamiennes de promouvoir des marchés à terme ne pouvait être que louée. Ceci est d'autant plus vrai que la mise en œuvre de marchés locaux de contrats à terme permet également de réduire le risque de base et de supprimer le risque de change présents dès lors que l'on recourt à des marchés étrangers proposant des futures dont les caractéristiques ne répondent pas à la réalité des marchés nationaux. Comment alors comprendre que le BCEC et la VNX n'aient pas réussi à s'imposer à l'ensemble de la filière café du Vietnam ?

Plusieurs raisons permettent de l'expliquer. Il nous est en premier lieu apparu que le système juridique vietnamien -trop imprécis dans sa définition de la structuration des marchés à terme qui sont assimilés à des entreprises traditionnelles, mais également dans les droits et les obligations des parties prenantes- était de nature à limiter la participation non seulement des opérateurs (producteurs, exportateurs, transformateurs et négociants), mais également du secteur bancaire en tant que membre de trading ou de courtage de ces bourses. L'insuffisante coopération et/ou coordination entre les services des bourses de marchandises du Vietnam, mais également entre ces bourses et le secteur bancaire est un deuxième facteur explicatif, tout comme l'est la multiplication des organes étatiques de supervision. La question de la formation technique de l'ensemble des parties prenantes ne saurait, en troisième lieu, être négligée. Les produits de hedging sont des produits qui demeurent bien plus complexes que des supports d'investissement classiques. Nous rappelons notamment dans le cas de ce travail que des différences essentielles existent entre une opération à terme « commerciale » de type forward et un contrat à terme dit « papier » dont l'idée même est de favoriser le principe de

compensation, et non la livraison physique du sous-jacent. Il apparaît pourtant, dans la loi vietnamienne, que ces opérations sont désignées sous un vocable commun, ce qui ne pouvait que contribuer à l'échec de ces bourses. Structurées comme des marchés futures, elles semblaient en pratique fonctionner comme des « forward terminal markets » à l'instar du LME.

Ce déficit de compétences technique et de compréhension de ce que nous avons choisi d'appeler « la culture du risque » dans le cadre de ce travail doctoral devait également inévitablement conduire à une méconnaissance des enjeux d'un tel marché et des fonctionnalités qu'il peut offrir. Un marché future ne permet notamment pas d'éliminer totalement le risque de prix auquel doivent faire face les producteurs et les utilisateurs puisqu'il procède d'un arbitrage entre un risque de prix « flat » et un risque dit de « base » supposé plus faible. La gestion de cette base, au travers notamment d'une maîtrise de la qualité du produit, est donc essentielle et tout déficit dans ce domaine peut avoir des conséquences financières particulièrement défavorables. De plus, ce marché ne protège, par nature, pas d'une variation structurelle des prix et reste contraint par l'horizon temporel des contrats qu'il propose. Le principe de compensation des contrats implique par ailleurs que la liquidité du marché soit importante et l'on comprend assez clairement que, dans le cas des marchés vietnamiens, une dynamique endogène vertueuse, où la liquidité initiale du marché attire des premiers opérateurs qui créent par leur participation les conditions de son accroissement, ne n'est pas produite. Dans cette optique, il serait par ailleurs erroné de penser qu'un tel marché pouvait se développer sans mécanisme spéculatif. Bien que la question demeure encore assez largement débattue tant du point de vue de la théorie économique que politique, il semblerait que l'insuffisance des intérêts spéculatifs puissent condamner un marché, comme de nombreux exemples de part le monde en attestent. Cela contraint non seulement la liquidité du marché, mais ne permet également pas de corriger les asymétries offre-demande pouvant exister. Cette hypothèse ne peut être exclue dans le cas des marchés du café vietnamien.

Une éventuelle « promotion » de la spéculation n'est cependant pas sans risque dans la mesure où celle-ci peut impliquer une déconnexion forte du prix par rapport à la réalité du marché physique. Nous soulignons également, conformément aux enseignements de la littérature empirique, que le dynamisme du marché comptant ou commercial, représentatif *in fine* des enjeux financiers du secteur du café, est également une des conditions de succès de tels marchés. La façon dont le contrat à terme est standardisé (qualités éligibles, lieux de livraison, taille du contrat, nature des échéances), la qualité des infrastructures, ainsi que l'efficacité des procédures de règlement/livraison, comme celle des procédures d'entreposage en bourse comptent enfin parmi les critères techniques pouvant également avoir un impact déterminant sur la pérennité d'une bourse. Tous ne semblent pas avoir été respectés dans le cas vietnamien.

Après avoir précisé le fonctionnement des grandes bourses de matières premières au monde telles que l'ICE et nous basant sur diverses expériences de marchés à terme à l'international, nous nous sommes attachés dans le cadre de ce travail à proposer un certain nombre de mesures permettant de « relancer » l'existence du BCEC ou de la VNX. Nous avons, pour cela, tenté d'éviter des listes de mesures « in abstracto » qui auraient été déconnectées de la réalité de l'économie vietnamienne et de l'organisation de la filière café en particulier. Nombre de ces propositions découlent logiquement des raisons qui en expliquent l'échec. Nous soulignons notamment toute l'importance de renforcer la diffusion du Robusta vietnamien à l'échelle internationale et, en cela, de dynamiser le marché au comptant, comme évoqué précédemment, en prenant exemple sur le succès de la marque Trung Nguyễn. Nous proposons de la même façon un certain nombre de mesures techniques. Dans la réorganisation

que le BCEC et la VNX se doivent de mettre en œuvre, deux aspects nous apparaissent à cet égard cruciaux : la façon dont ces bourses s'organisent en interne, avec une nécessité d'optimiser les relations existantes entre leurs différents services (la compensation, l'inspection de marchandises, l'exécution de la réception-livraison de marchandises notamment), mais également la façon dont la négociation sur cette bourse du café s'opère.

Nous mettons par ailleurs en exergue le rôle central que doit jouer l'Etat pour assurer le développement pérenne de ces bourses. Celui-ci doit en particulier favoriser l'émergence d'un environnement juridique, réglementaire, fiscal et comptable suffisamment lisible et transparent pour que leurs activités se développent. L'exemple des marchés internationaux montre à quel point cet effort est essentiel et doit être en permanence maintenu pour que cet environnement évolue en fonction de la réalité des filières et des marchés. La création d'un organe de supervision dédié, à l'image de la CFTC aux Etats-Unis, doit dans cette optique être envisagée. Dans le cas du Vietnam, nous suggérons également que le Gouvernement adopte un certain nombre de mesures visant à accroître le nombre de banques nationales opérant, à l'instar de Techcombank, en tant que membres officiels de ces bourses afin de favoriser notamment une plus grande dilution du risque de contrepartie qu'assume, dans un marché organisé, la chambre de compensation ou ses membres. En outre, le soutien à l'offre de formation technique dédiée à la description du fonctionnement et des ambitions du marché des produits dérivés et à l'apprentissage des techniques de hedging, nous apparaît essentiel. Celles-ci doivent certes se faire à destination des futurs opérateurs de marché, des cadres bancaires et du personnel de ces bourses, mais également à l'attention des cadres administratifs évoluant dans des services ayant un lien avec celles-ci. Elément plus surprenant dans un contexte occidental, nous suggérons enfin que la participation de l'Etat en tant que membre de ces bourses et pas uniquement dans son rôle de régulation, peut agir comme une labellisation de ces institutions de marché, dans un contexte où une forme de défiance vis-à-vis des produits dérivés peut prévaloir dans les sphères productives.

Comprenant le rôle historique des « warrant receipts » dans l'émergence des bourses devenues des références mondiales comme le CME, nous insistons également sur l'importance et l'urgence de définir au Vietnam un système de récépissés d'entrepôt basé sur le système américain. Techniquement, le récépissé d'entrepôt est un document qui garantit l'existence, la disponibilité et la garantie de la préservation d'une quantité et qualité donnée de denrées stockées. Il précise la qualité, la quantité et le type de denrée, ainsi que la date de dépôt et la date jusqu'à laquelle les coûts de stockage ont été payés. Ce système, forme de préalable à la dématérialisation qu'imposent les contrats futures, a pour avantage essentiel de favoriser une meilleure commercialisation de la récolte au profit des producteurs, d'améliorer l'accès au crédit grâce à l'offre de garanties appropriées, et d'optimiser le stockage en entraînant en réduction des pertes post-récolte. Deux types d'entrepôts peuvent être, pour cela, envisagés, et ceux de nature publique -pour lesquels la marchandise stockée n'appartient pas au propriétaire du lieu- nous semblent devoir être privilégiés pour des questions évidentes d'optimisation des espaces disponibles et de coût. S'il semble nécessaire que les bourses de matières premières développent à terme le réseau de leurs propres entrepôts pour couvrir l'ensemble des zones de production du café et non seulement leurs seules provinces d'origine, le recours aux capacités de stockage pré-existantes doit être privilégié. Des incitations fiscales à destination des entreprises qui en disposent peuvent être mises en place à cette fin.

Nous consacrons le dernier chapitre de ce travail à des développements plus opérationnels mettant en lumière les méthodes de prévision des cours boursiers au travers de ce qu'il est convenu d'appeler l'analyse fondamentale et l'analyse technique, ainsi que quelques éléments techniques de la mise en œuvre d'une stratégie de hedging utilisant des contrats futures sur le Robusta. Nous soulignons en particulier l'incidence considérable de la

structure de marché (contango *vs* considérable) sur le prix effectif de vente ou d'achat d'une matière première dans le cadre d'une stratégie de fix-price hedging réservée aux producteurs et aux utilisateurs finaux.

Nous ne saurions conclure sur la probabilité de réussite à terme du BCEC ou de la VNX, mais plusieurs observations nous semblent, à titre de conclusion, méritées d'être faites et portées à l'attention des décideurs vietnamiens. En premier lieu, « l'échec » d'un contrat à terme est une notion très relative, d'un point de vue tant économique qu'historique. Il est communément admis, sur les marchés, qu'un futur doit être plusieurs fois repensé, notamment au regard de la façon dont il est standardisé, avant de pouvoir éventuellement s'imposer commercialement. En deuxième lieu, la volonté de favoriser l'émergence d'un marché de ce type se fonde souvent sur l'idée qu'il doit avant tout servir l'intérêt des producteurs. En d'autres termes, un grand pays producteur se doit d'avoir un marché futur. Si les avantages qu'il pourrait en retirer sont connus car largement documentés dans la littérature économique, il importe cependant de rappeler que ce sont les négociants qui, de tout temps, en ont favorisé l'essor et non les producteurs. Ils sont, au sein d'une filière agricole donnée, ceux qui en dépendent le plus et, dans le même temps, ceux qui en retirent les plus grands avantages en matière de gestion des risques. En dernier lieu, il nous semble nécessaire de rappeler que les bourses de matières premières comme de tout actif financier s'inscrivent dans un contexte concurrentiel acéré, où les respects des critères de réussite évoqués précédemment ne suffisent plus à en assurer le développement. La Chine mène notamment une politique de conquête importante dans le domaine des marchés de matières premières et concurrence désormais largement les places historiques de Chicago, de New-York ou de Londres. L'idée que les bourses vietnamiennes puissent s'imposer, pour le café, à une grande échelle internationale doit, de ce point de vue, être fortement nuancée, mais l'essentiel n'est probablement pas là. C'est, avant tout, à l'ensemble des acteurs nationaux de la filière café que le développement des bourses de matières premières doit servir.

## ANNEXES

### 1. Annexe 1 – La liste de 17 entreprises étrangères du café au Vietnam en 2012

*Source: Le rapport de la saison agricole 2011 – 2012 de VICOFA*

No	Entreprise	Nom anglais	Abréviation	Adresse	Email	Téléphone	Fax	Site
1	Cty ICONA Cà phê tại Việt Nam	Icona Coffee Company in Vietnam	ICONACAFE	Tòa nhà Botanic 312 Nguyễn Thượng Hiền, P.5, Q. Phú Nhuận, TP HCM	<a href="mailto:thu@iconacafe.com">thu@iconacafe.com</a>	(08) 35000266-35000267-35000268-35000269	(08) 35158643	<a href="http://www.iconacafe.com">www.iconacafe.com</a>
2	Cty TNHH Dakman Vietnam	DAKMAN VIETNAM Limited	DAKMAN	Km 7, QL26, Buôn Ma Thuột, Daklak	<a href="mailto:robinnguyen@dakmancoffee.com">robinnguyen@dakmancoffee.com</a> ; <a href="mailto:trading@dakmancoffee.com">trading@dakmancoffee.com</a> ; <a href="mailto:huyen@dakmancoffee.com">huyen@dakmancoffee.com</a>	(0500) 3823201	(0500) 3823384	
3	Cty TNHH Armajaro Việt Nam	Armajaro Vietnam Co., Ltd	ARMAJARO VIETNAM	Đường số 6, Khu Công nghiệp Tam Phước, Đồng Nai	<a href="mailto:vu.anhnguyen@armajaro.com.vn">vu.anhnguyen@armajaro.com.vn</a>	(061) 3280220	(061) 3280214	-
4	VPĐD Armajaro Việt Nam	Armajaro Vietnam Representative Office	ARMAJARO VIETNAM	701 toàn nhà Habour View, 35 Nguyễn Huệ, Q.1, TP HCM	<a href="mailto:trade@armajaro.com.vn">trade@armajaro.com.vn</a>	(08) 39152995	(08) 3915299	-
	Cty TNHH Cà phê Hà Lan Việt Nam	Nedcoffee Vietnam Co., Ltd	NEDCOFFEE VIETNAM	Đường số 1, Cụm CN Tân An 2, TP. Buôn Ma Thuột, Daklak	<a href="mailto:trade@nedcoffee.vn">trade@nedcoffee.vn</a>	(0500) 3979033	(0500) 3979050	<a href="http://www.nedcoffee.com">www.nedcoffee.com</a>
5	VPĐD Nedcoffee B.V tại Tp. HCM	Nedcoffee B.V Representative Office in HCMC	NEDCOFFEE VIETNAM	27B Nguyễn Đình Chiểu, Tầng 4, Khu AB, P. Đa Kao, Q.1, TP HCM	<a href="mailto:nedcoffeehcm@nedcoffeehcm.vn">nedcoffeehcm@nedcoffeehcm.vn</a> ; <a href="mailto:nhat@nedcoffeehcm.vn">nhat@nedcoffeehcm.vn</a>	(08) 38202019	(08) 38202017	-
6	Cty TNHH Louis Dreyfus Commodities Việt Nam	Louis Dreyfus Commodities Vietnam Co., Ltd	LOUIS DREYFUS VIETNAM	Lầu 6, 225 Bến Chương Dương, Q.1, TP HCM	<a href="mailto:michael.minh@ldcommodities.com">michael.minh@ldcommodities.com</a> ; <a href="mailto:lien.nguyen@ldcommodities.com">lien.nguyen@ldcommodities.com</a> ; <a href="mailto:vansy.ngu@ldcommodities.com">vansy.ngu@ldcommodities.com</a>	(08) 39208601	(08) 39208609/11	<a href="http://www.ldcommodities.com">www.ldcommodities.com</a>
7	Cty TNHH Neumann Gruppe Việt Nam	Neumann Gruppe Vietnam Co., Ltd	NEUMANN GRUPPE VIETNAM	Lô 3, Khu CN Bình Đường, H, Dĩ An, Bình Dương	<a href="mailto:thuy@neumanngruppe.com.vn">thuy@neumanngruppe.com.vn</a> ; <a href="mailto:oanh@neumanngruppe.com.vn">oanh@neumanngruppe.com.vn</a>	(0650) 3790937	(0650) 3790600	
8	Cty TNHH Noble Resources Việt Nam	Noble Resources Vietnam Co., Ltd	NOBLE RESOURCES VIETNAM	P2 đường Điện Biên Phủ, P.25, Q Bình Thạnh, Tp, HCM	<a href="mailto:noblecoffee@noblecoffee.com">noblecoffee@noblecoffee.com</a> ; <a href="mailto:app@noblecoffee.com">app@noblecoffee.com</a> ; <a href="mailto:vinh@noblecoffee.com">vinh@noblecoffee.com</a> ; <a href="mailto:thuy@noblecoffee.com">thuy@noblecoffee.com</a>	(08) 35127230	(08) 35127231	
9	Cty TNHH Olam Việt Nam	Olam Vietnam Co., Ltd	OLAM VIETNAM	Phòng 1, tầng 10, Cao ốc A&B, 76 Lê Lai, P. Bến	<a href="mailto:khoivi@olamnet.com">khoivi@olamnet.com</a> ; <a href="mailto:vihuynh@olamvn.com">vihuynh@olamvn.com</a> ;	(08) 35210740/41/42/4	(08) 35210771 (P.KD)-	

No	Entreprise	Nom anglais	Abréviation	Adresse	Email	Téléphone	Fax	Site
				Thành, Q.1, TP HCM	anhnguyen@olamvn.com	3/44/45/46/47	35210770-35210763	
10	VP Đại diện Mercon Coffee Corporation	Mercon Coffee Corporation Representative Office	MERCON VIETNAM	14A Nguyễn Đình Chiểu, Q1, TP HCM	merconasia@merconcoffee.com; hang@merconcoffee.com	(08) 38235586	(08) 39100550	
11	Công ty TNHH Kho Vận C.Steinweg (Việt nam)	C. Steinweg Vietnam Co., Ltd	STEINWEG WAREHOUSING VIETNAM	Kho C, D, E Lô 43 Đường số 9, KCN Sóng Thần I, Thị xã Dĩ An, Bình Dương	<a href="mailto:hcmc@vn.steinweg.com">hcmc@vn.steinweg.com</a>	(0650) 3737169	(0650) 3737167	
12	VPĐD Coffee24Seven Limited tại Tp. HCM	Coffee24Seven Limited Representative Office in HCMC	COFFEE24SEVEN VIETNAM	6A đường số 4, P. Bình An, Q.2, TP HCM	<a href="mailto:office@coffee24seven.com">office@coffee24seven.com</a>	(08) 37402345	(08) 37402428	<a href="http://www.coffee24seven.com">www.coffee24seven.com</a>
13	Cty TNHH SW Commodities VN	SW Commodities Vietnam Co., Ltd		Phòng 2003, Sun Wah Tower, 115 Nguyễn Huệ, Q1, TP HCM	<a href="mailto:swcvn@vnn.vn">swcvn@vnn.vn</a>	(08) 38278638	(08) 38278639	-
14	Công ty TNHH cà phê Vĩnh An	Vinh An Coffee Co., Ltd	VINACOF	32 Xô Viết Nghệ Tĩnh (lầu 4), P. 19, Q. Bình Thạnh, TP HCM	<a href="mailto:vinacof@hcm.vnn.vn">vinacof@hcm.vnn.vn</a>	(08) 38405216/38405217	(08) 38404498	-
15	VPĐD Cty Tong Teik tại Tp.HCM	Tong Teik Representative Office in HCMC	Tong Teik	Tòa nhà Agrex, lầu 12, Phòng C1, 58 Võ Văn Tần, P.6, Q.3, TP HCM	<a href="mailto:Nghia_Le@tongteik.com.sg">Nghia_Le@tongteik.com.sg</a>	(08) 39333506/07/08	(08) 39333505	<a href="http://www.rcma-rubber.com">www.rcma-rubber.com</a>
16	VPĐD ATLATIC (USA), INC	Atlantic Representative Office		Lầu 12, Số 8 Nguyễn Huệ, Q.1, TP HCM	<a href="mailto:kdung@ecomtrading.com">kdung@ecomtrading.com</a>	(08) 38236037	(08) 38236039	
17	Cty TNHH Nova	Nova Co., Ltd	Nova Co., Ltd	3310k Keangnam Landmark Tower, Phạm Hùng, Hà Nội	<a href="mailto:novaxp2@gmail.com">novaxp2@gmail.com</a>	(04) 35576135/62694716	(04) 35576173	<a href="http://www.nova-vn.com">www.nova-vn.com</a>



## 2. Annexe 2 – La liste des 30 les plus grandes entreprises d'exportation du café du Vietnam en saison 2013/14

Source: Le rapport de la saison agricole 2011 – 2012 de VICOFA

No.	Nom des entreprises
1	Công Ty Cổ Phần Tập Đoàn Intimex
2	Tổng Công Ty Tín Nghĩa - Công Ty TNHH
3	Công ty TNHH LOUIS DREYFUS COMMODITIES Việt Nam
4	Công Ty TNHH Một Thành Viên Xuất Nhập Khẩu 2-9 Đắc Lắc
5	Công Ty Cổ Phần Intimex Mỹ Phước
6	Công ty TNHH OLAM Việt Nam
7	Công Ty TNHH Thương Phẩm ATLANTIC Việt Nam
8	Công ty cổ phần ĐTK
9	Công Ty Cổ Phần Xuất Nhập Khẩu Cà Phê Intimex Nha Trang
10	Công ty TNHH Armajaro Việt Nam
11	Công ty TNHH Nestlé Việt Nam
12	Công ty TNHH DAKMAN Việt Nam
13	Công Ty Cổ Phần Phúc Sinh
14	Công ty TNHH NEUMANN GRUPPE Việt Nam
15	Công Ty Cổ Phần Intimex Đắc Nông
16	Công Ty TNHH Cà Phê OUTSPAN Việt Nam
17	Công Ty TNHH Xuất Nhập Khẩu Hoa Trang - Gia Lai
18	Công Ty Cổ Phần Intimex Bình Dương
19	Công Ty TNHH Sunwah Commodities (Việt Nam)
20	Công ty TNHH Vĩnh Hiệp
21	CN Công ty TNHH Cà Phê Vĩnh An Tại Đồng Nai
22	Công ty TNHH Mercafe Việt Nam
23	Công Ty TNHH Minh Huy
24	Công ty TNHH Cà phê Hà Lan Việt Nam
25	Doanh Nghiệp Tư Nhân Cà Phê Minh Tiến
26	Công Ty TNHH Sản Xuất Và Thương Mại Cát Quế
27	Chi Nhánh Tổng Công Ty Cà Phê Việt Nam - "Công Ty Xuất Nhập Khẩu Cà Phê Đà Lạt"
28	Công ty TNHH TOUTON Việt Nam
29	Công Ty TNHH Noble Resources Việt Nam
30	Chi Nhánh Công Ty Cổ Phần Tập Đoàn Intimex Tại Buôn Ma Thuột

## TABLEAUX

Tableau 1 : La capacité de transformation du café soluble des entreprises vietnamiennes pour la saison 2013/2014 .....	9
Tableau 2 : La liste de 20 les plus grands marchés d'exportation du café du Vietnam pour la 2013/2014 .....	20
Tableau 3 : La correction du taux de change par la SBV .....	32
Tableau 4 : La revenue fixe du producteur malgré le mouvement du prix du marché .....	51
Tableau 5 : Les spécifications du contrat au comptant chez BCEC .....	76
Tableau 6 : Les spécifications du contrat à terme chez BCEC .....	77
Tableau 7 : La méthode de calculer la différence du prix selon la classification du café.....	78
Tableau 8 : Les types du contrat du café chez la VNX.....	82
Tableau 9 : Les symboles du mois de livraison du contrat .....	82
Tableau 10 : Les spécifications des contrats à terme sur la VNX.....	85
Tableau 11 : Le résultat d'exécution du contrat à terme sur les marchandises à PGBANK ...	89
Tableau 12 : Les catégories de la qualité du café Robusta et les différentiels équivalents ...	135
Tableau 13 : Les ports de livraison et la prime ou la décote équivalente à chaque port.....	140
Tableau 14 : Le résultat de l'achat de couverture qui est exécuté par le torréfacteur .....	157
Tableau 15 : Le résultat de la vente de couverture qui est exécutée par un exportateur.....	157
Tableau 16 : L'exemple des effets de la base sur le résultat final de l'opérateur.....	158
Tableau 17 : La conclusion de l'utilisation du contrat à terme en fonction de la base.....	159

## GRAPHIQUES

Graphique 1	: La portion d'exportation es pays dans le monde en saison du café 2013/2014	2
Graphique 2	: Les marchés principaux du café vietnamien pour la saison du café 2013/2014	3
Graphique 3	: La valeur d'exportation des produits agricoles principaux du Vietnam en 2012	3
Graphique 4	: Filière du café au Vietnam	6
Graphique 5	: La superficie de la caféiculture des 4 provinces à Tây Nguyên en 2013	7
Graphique 6	: La production du café au Vietnam pour la période de 2005-2014	8
Graphique 7	: La productivité du café du Vietnam et la productivité moyenne du café dans le monde (tonne/ha) pour la période de 1961/2009	9
Graphique 8	: La valeur et le volume d'exportation du café du Vietnam pour la période 2005/2014	20
Graphique 9	: Les canaux d'achat des produits agricoles au Vietnam	27
Graphique 10	: Le prix du café vietnamien en comparaison avec le prix du café dans le monde	29
Graphique 11	: La différence mensuelle du prix du café pendant la période du 01/2012-02/2015	30
Graphique 12	: Le prix du café à Daklak au cours de la saison 2013/2014	30
Graphique 13	: La fluctuation du taux de change entre VND et USD depuis l'année 2008	34
Graphique 14	: La reconnaissance des producteurs agricoles du Vietnam sur les risques affectant du revenu	35
Graphique 15	: Le profit et la perte sur la vente d'un contrat à terme (Future)	50
Graphique 16	: Le profil du résultat d'un call de prime p et de prix d'exercice K	53
Graphique 17	: Le profil du résultat d'un put de prime p et de prix d'exercice K	54
Graphique 18	: Le lien entre la Chambre de compensation et le client	58
Graphique 19	: L'image de la base	61
Graphique 20	: Le processus d'exécution des opérations sur produits dérivés chez les banques commerciales du Vietnam	69
Graphique 21	: Le système de transaction du BCEC	78
Graphique 22	: Le processus de la négociation du café sur le BCEC	79
Graphique 23	: Le processus de la négociation du café sur la VNX	86
Graphique 24	: La valeur des contrats d'achat et de vente à terme à Techcombank	88
Graphique 25	: Le volume et la valeur des opérations dérivées exécutées par PGBANK pendant la période de 2010-2013	89
Graphique 27	: Le volume des opérations sur la VNX en 2011 et en 2012	90
Graphique 26	: La valeur des opérations sur la VNX en 2011 et en 2012	90
Graphique 28	: La valeur et le volume du café négocié sur le BCEC en 2011 et en 2012	91

Graphique 29 : La valeur et le volume des opérations à terme sur le BCEC à partir du 2ème trimestre 2011 jusqu'au 2ème trimestre 2012 .....	92
Graphique 30 : La connaissance des producteurs agricoles sur les instruments de la gestion des risques du prix.....	94
Graphique 31 : L'intention des producteurs agricoles de participer à la bourse de marchandises .....	95
Graphique 32 : Le logo de Trung Nguyễn .....	110
Graphique 33 : La proposition d'un modèle de la structure d'organisation d'une bourse de marchandises au Vietnam.....	125
Graphique 34 : Le dépôt de garantie et l'appel de marge .....	132
Graphique 35 : Le processus de compensation quand l'ordre est passé à travers le courtier ou ICE Help Desk .....	133
Graphique 36 : Le processus de compensation quand l'opérateur passe l'ordre sur le site de l'ICE.....	133
Graphique 37 : Le financement sur stock dans un système règlementé.....	137

## BIBLIOGRAPHIE

### I. LES DOCUMENTS

1. Akiyama T., Baffes J., Larson D., Vaganris P. (2001), “Commodity Market Reforms Lessons of Two Decades”, *World Bank\_The International Bank for Reconstruction and Development*
2. Babusiaux C. (2010), “L'assurance récolte et la protection contre les risques en agriculture”, *Ministère de l'agriculture et de la pêche - Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie*
3. Balcombe K. (2009), “The Nature and Determinants of Volatility in Agricultural Prices: An Empirical Study from 1962-2008, *Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO)*
4. Baldi L., Peri M., and Vandone D. (2011), “Spot and Futures Prices of Agricultural Commodities: Fundamentals and Speculation”, pp. 110-125
5. Blank S.C., Carter C.A., McDonald J. (1997), “Is the market failing agricultural producers who wish to manage risks?”, *Contemporary Economic Policy*, 15(3)
6. Bộ nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam, Cục trồng trọt (2013), “Báo cáo hiện trạng sản xuất, giải pháp phát triển và trồng tái canh cà phê thời gian tới”<sup>51</sup>
7. Bộ nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam, Cục trồng trọt (2012), “Báo cáo hiện trạng sản xuất, giải pháp phát triển và trồng tái canh cà phê thời gian tới”<sup>52</sup>
8. Bộ nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam, Cục trồng trọt (2014), “Đề án phát triển cà phê bền vững tới năm 2020”<sup>53</sup>.
9. Bộ Thương mại (2000), “Nghiên cứu cơ sở khoa học và thực tiễn để hình thành thị trường hàng hóa giao sau của Việt Nam”<sup>54</sup>
10. Bộ Thương mại, Viện nghiên cứu thương mại (2000), “Thị trường hàng hóa giao sau”, Nhà xuất bản lao động<sup>55</sup>
11. Bộ Thương mại, Viện nghiên cứu Thương mại (2005), “Sàn giao dịch nông sản với việc giảm rủi ro về giá cả”, Nhà xuất bản thống kê<sup>56</sup>
12. Bollman K., Garcia P., Thompson S. (2003), “What killed the Diammonium Phosphate Future Contract?”, *Agricultural Economics*, 25(2), p.483-505

---

<sup>51</sup> Le ministère de l'agriculture et du développement rural du Vietnam, Département de la culture (2013), “Rapport sur la production et du développement du café dans le temps qui vient”

<sup>52</sup> Le ministère de l'agriculture et du développement rural du Vietnam, Département de la culture (2012), “Rapport sur la production et du développement du café dans le temps qui vient”

<sup>53</sup> Le ministère de l'agriculture et du développement rural du Vietnam, Département de la culture (2014), “Projet du développement durable du café vers 2020”

<sup>54</sup> Ministère du commerce du Vietnam (Actuellement, c'est le Ministère de l'Industrie et du commerce du Vietnam) (2000), “Recherche des bases scientifiques et pratiques pour la naissance du marché de marchandises à terme au Vietnam”

<sup>55</sup> Le ministère du commerce du Vietnam\_Institut de la recherche commerciale (2000), “Le marché de marchandises à terme”, *Edition du Travail*

<sup>56</sup> Le ministère du commerce du Vietnam\_Institut de la recherche commerciale (2005), “La bourse de marchandises et la réduction des risques du prix”, *Editon des statistiques*

13. Brorsen B.W., Fofana N.F. (2001), “Success and Failure of Agricultural Futures Contracts”, *Journal of Agribusiness*, 19, pp. 129-145
14. Bùi Lê Hà, Nguyễn Văn Sơn, Ngô Thị Ngọc Huyền, Nguyễn Thị Hồng Thu (2000), “Giới thiệu về thị trường Future & Option”, Nhà xuất bản thống kê<sup>57</sup>
15. Carlton D.W (1984) “Futures markets: Their purpose, their history, Their growth, Their Successes and Failures”, *The Journal of Futures Markets*, 4(3), pp. 237-271
16. Centre du commerce international – ITC (2011), “Guide de l'exportateur de café”
17. Claessens S., Duncan R.C. (1996), “Managing Commodity Price Risk in Developing Countries”, *Journal of Developing*, 30(3), pp. 391-393
18. De Meo E. (2013), « Are Commodity Prices Driven by Fundamentals », *Economic Notes*, 42(1), pp. 19-46.
19. Du W. (2004), “International market integration under wto: Evidence in the price behaviors of chinese and us wheat futures”, *The American Agricultural Economics Association Annual Meeting*
20. Ellis F. (1992), “Agricultural Policies in Developing Countries”, *Cambridge University Press*
21. Ferto I. (n d ), “Methods for stabilizing agricultural prices in developing countries”, *Acta Oeconomica*, 47(1/2), pp. 155-170
22. Food and Agriculture Organization – FAO (2014), “Stocks alimentaires et instabilité des prix”
23. Garcia P., Irwinb S.H., Leuthold R.M., Yang L. (1997), “The value of public information in commodity futures markets”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 32, pp. 559-570
24. Gemmill G. (1978), “Futures markets, hedging and international commodity agreements”, *Food Policy*, 3(4), pp. 313–315
25. Gemmill G. (1985), “Forward Contracts or International Buffer Stocks? A Study of Their Relative Efficiencies in Stabilising Commodity Export Earnings”, *The Economic Journal*, 95(378), pp. 400-417
26. Gérard F., Piketty M.G., Boussard J.M. (2013), “Stabilisation des prix des céréales: avantages et coûts du stockage public”, *Centre d'Études et de Prospective du Ministère de l'Agriculture, de l'Agroalimentaire et de la Forêt (MAAF)*
27. Gilbert C. (2011), “International agreements for commodity price stabilisation”, *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)*
28. Gilbert, C.L. (1985), “Futures trading and the welfare evaluation of commodity price stabilisation”, *Economic Journal*, pp. 637-661
29. Gilbert, C.L. (1987). “International Commodity Agreements: Design and Performance”, *World Development*, 15(5), pp. 591-616
30. Gilbert, C.L. (1996), “International Commodity Agreements: An obituary notice”, *World Development*, 24(1), pp. 1-19
31. Gray, R. (1966), Why does futures trading succeed or fail: an analysis of selected commodities, *Food Research Institute Studies*, pp. 115-136.

---

<sup>57</sup> Bùi Lê Hà, Nguyễn Văn Sơn, Ngô Thị Ngọc Huyền, Nguyễn Thị Hồng Thu (2000), “La généralité sur le marché à terme et le marché négociable”, *Editon des statistiques*



32. Greenaway D., Morgan W., Wright P. (1997), "Trade liberalization and Growth in Developing Countries: Some New Evidence", *World Development*, 25(11), pp.1885-1892
33. Greenaway D., Morgan W., Wright P. (2002), "Trade liberalisation and growth in developing countries", *Journal of Development Economics*, 67, pp.229-244
34. Gupta R. (2011), "Commodity Derivative Market in India: The past, Present and Future", *Analytique*, VII(2)
35. Hải quan Việt Nam (2012), "Báo cáo năm 2012"<sup>58</sup>
36. Hải quan Việt Nam (2012), "Customs Handbook on International Merchandise Trade Statistics of Vietnam", *Nhà xuất bản Tài chính*
37. Hải quan Việt Nam (2014), "Báo cáo năm 2014"<sup>59</sup>
38. Hénin F. (2010), "Les politiques de stockage, utiles pour stabiliser les prix mais pas les revenus", *Agrisalon com*
39. Hermann R. (1993), "International Commodity Policy: A Quantitative Analysis (Commodities Series)", *Routledge*
40. Hiệp hội cà phê và ca cao Việt Nam – VICOFA (2014), "Báo cáo tổng kết niên vụ 2013/2014 và phương hướng nhiệm vụ niên vụ 2014/2015"<sup>60</sup>
41. Hosseini-Yekani S., Zibaei M., Allen D.E. (2009) "The choice of feasible commodities for futures trading: a study of Iranian agricultural commodities", *Journal of Agricultural Research*
42. Hull J.C.-Edition française dirigée par Patrick Roger avec Christophe Hénot et Laurent Deville (2009), "Options, Futures et autres actifs dérivés", *Pearson Education*
43. Hull J.C.-Edition française dirigée par Patrick Roger et Christophe Godlewski (2009), "Corrigés de Options, Futures et autres actifs dérivés", *Pearson Education*
44. Hull J.C.-Edition française dirigée par Christophe Godlewski et Maxim Merli (2010), "Gestion des risques et institutions financières", *Pearson Education*
45. Irwin S., Sanders, D. Merrin P. "Devil or Angel? The Role of Speculation in the Recent Commodity Price Boom (and Bust) », *mimeo*.
46. Jegourel Y. (2010), "Les produits financiers dérivés", *La Découverte*
47. Keynes J. (1938), "The Policy of Government Storage of Foodstuffs and Raw Materials", *Economic Journal*, 48(191), pp.449-460
48. Kroll S., Paulenoff M.J. (1993), "The business one irwin guide to the futures markets", *Library of Congress Cataloging-in-Publication Data*
49. La financière agricole Québec (2015), "Programme d'assurance récolte Québec: La financière agricole Québec"
50. Lebeck W. (1978), "Futures trading and hedging", *Food Policy*, 3(1), pp.29-35
51. Lerner R.L., updated and Edited by Timothy J Rudderow (2000), "The Mechanics of

---

<sup>58</sup> La douane du Vietnam (2012), "Rapport annuel 2012"

<sup>59</sup> La douane du Vietnam (2014), "Rapport annuel 2014"

<sup>60</sup> L'association du café et cacao du Vietnam – VICOFA), "Rapport annuel sur la saison 2013/2014 et la direction vers la saison 2014/2015"

- the Commodity Futures Markets What They Are and How They Function”, *Mount Lucas Management Corp*
52. Lima D.R. (1990), “Coffee, a Medicinal Plant: All about Coffee and Its Effects on Human Health”, *Vantage Press*
  53. MacBean A., Nguyen Duc Tin (1987), “International Commodity Agreements: Shadow and Substance”, *World Development*, 15(5), pp.575-590
  54. Marquet Y. (1992), “Negoce international de marchandises”, *Editions EYROLLES*
  55. Mattos F., Garcia P., Pennings J.M.E. (2008), “Probability weighting and loss aversion in futures hedging”, *Journal of Financial Markets*, 11, pp.433-452
  56. Mensah D. (2003), “Dynamique et comportements stratégiques sur le marché international du phosphate”, *Mondes en développement*, 31(2), pp. 37-56
  57. Meulenberg M.T.G., Pennings J.M.E. (2002), “A Marketing Approach to Commodity Futures Exchanges: A Case Study of the Dutch Hog Industry”, *Journal of Agricultural Economics*, 53(1), pp. 51-64
  58. Mintel Group (2013), “Coffee in Vietnam – Market Sizes”
  59. Mohan S. (2007), “Market based price-risk management for coffee producers”, *Development Policy Review*, 25, pp. 333-354
  60. Morgan W. (2000). “Commodity Futures Markets in LDCs: A Review and Prospects”, *Centre for Research in Economic Development and International Trade, University of Nottingham*
  61. Nestlé (2003), “Les multiples visages du café Nestlé”
  62. Netz, J.S. (1995), “The Effect of Futures Markets and Corners on Storage and Spot Price Variability American”, *Journal of Agricultural Economics*, 77(1), pp. 182-193
  63. Ngân hàng nhà nước Việt Nam (2011), “Báo cáo năm”<sup>61</sup>
  64. Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam – Techcombank (2014), “Tài liệu lưu hành nội bộ”<sup>62</sup>
  65. Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam – Techcombank (từ 2007 tới 2012), “Báo cáo thường niên từ 2007 tới 2012”<sup>63</sup>
  66. Ngân hàng TMCP Xăng dầu Petrolimex – PGBank (2014), “Tài liệu lưu hành nội bộ”<sup>64</sup>
  67. Nguyễn Thị Yến (2007), “Đặc trưng cơ bản của quan hệ mua bán hàng hóa qua sở giao dịch hàng hóa theo pháp luật Việt Nam”, *Tạp chí Luật học*, Số 6/2007<sup>65</sup>
  68. Onumah G., Coulter J. (2002), “The role of warehouse receipt systems in enhanced commodity marketing and rural livelihoods in Africa”, *Food Policy*, 27, pp. 319-337
  69. Pennings J.M.E, Meulenberg M.T.G. (1998), “New Futures Markets in Agricultural

---

<sup>61</sup> La banque d’Etat du Vietnam (2011), “Rapport annuel 2011”

<sup>62</sup> La banque par action de la technologie et du commerce – Techcombank (2014), “Documents intérieurs”

<sup>63</sup> La banque par action de la technologie et du commerce – Techcombank (de l’année 2007 jusqu’en 2012), “Rapports annuels de l’année 2007 jusqu’en 2012”

<sup>64</sup> La banque par action du pétrole Petrolimex – PGBANK (2014), “Documents intérieurs”

<sup>65</sup> Nguyen Thi Yen (2007), “Les caractéristiques principales de la relation d’achat-vente sur la bourse de marchandises selon la loi du Vietnam”, *Magazine de la Loi*, No 6/2007

- Production Rights: Possibilities and Constraints for the British and Dutch Milk Quota Markets”, *Journal of Agricultural Economics*, 49(1), pp. 50-60
70. Pennings J.M.E., Egelkraut T.M. (2003), “Research in Agricultural futures Markets: Integrating the Finance and Marketing Approach”, *Agrarwirtschaft*, 53, pp. 300-30
  71. Pennings J.M.E., Leuthold R.M. (2001), “Commodity Futures Contract Viability: A Multidisciplinary Approach”, *Conference on Applied Commodity Price Analysis, Forecasting and Market*, pp. 273-288
  72. Philips J. (2004), “The theory and practice of futures trading”, *Review of Marketing and Agricultural Economics*, pp. 43-63
  73. Portier M., Gentile P.(2012), “Les marchés à terme et la gestion du risque agricole”, *Cahier Demeter*, pp. 89-105
  74. Rashid S., Winter-Nelson A., Garcia P. (2010), “Purpose and Potential for Commodity Exchanges in African Economies”, *International food policy research institute*
  75. Raymond M. (1994), “Evaluating Futures Exchanges in Liberalising Economies”, *Development Policy Review*, 12(2), pp. 49–164
  76. Roger W. (1966), “Why does futures trading succeed or fail: an analysis of selected commodities”, *Futures Trading Seminar*, 3, pp. 115-137
  77. Roger W. (1978), “The importance of Hedging in Futures Trading: and the effectiveness of Futures Trading for Hedging”, *View from the Trade (Book III)*, pp. 223-234
  78. Sapsford D., Morgan W. (1994), “Commodities and Development: Some Issues”, *World Development*, 22(11), pp. 1681-1684
  79. Sitko N.J., Jayne T.S. (2012), “Why are African commodity exchanges languishing? A case study of the Zambian Agricultural Commodity Exchange”, *Food Policy*, 37, pp. 275-282
  80. Skees J., Hazell P., and Miranda M. (1999), “New approaches to crop yield insurance in developing countries”, *Environment and Production Technology Division\_International Food Policy Research Institute*
  81. Skees J., Varangis P., Larson D., Siegel P. (2002), “Can financial markets be tapped to help poor people cope with weather risk?”, *The World Bank*
  82. Sở giao dịch hàng hóa Việt Nam – VNX (2012), Báo cáo Sở giao dịch hàng hóa Việt Nam gửi Bộ công thương<sup>66</sup>
  83. Stephen J.J. (2003), “Managing commodity risk using commodity futures and options”, *John wiley & Sons, Ltd*
  84. Sunil K. (2003), “Futures markets: Theory and Practice”, *McGraw-Hill Publishing Company Limited\_New Delhi*
  85. Tang K. et Xiong “Index Investment and the Financialization of Commodities”, *Financial Analysts Journal*, 68(6), pp. 54-74.
  86. Thompson S. (1983), “The use of futures markets by less developed countries for commodity exporting”, *World Bank*
  87. Thompson S. (1983), “The use of futures markets by less developed countries for commodity exporting”, *World Bank*

---

<sup>66</sup> La bourse de marchandises du Vietnam (2012), “Rapport de la VNX envoyé au MOIT”

88. Thompson S. (1985), "Use of Futures Markets for Exports by Less Developed Countries", *American Journal of Agricultural Economics*, 67(Proceedings Issue), pp. 986-991
89. Thompson S., Garcia P., Wildman L.D. (1996), "The Demise of the High Fructose Corn Syrup Futures Contract: A Case Study", *Journal of Futures Markets*, 16, pp. 697-724
90. Trung tâm giao dịch cà phê Buôn Ma Thuột – BCEC (2012), "Báo cáo của Trung tâm giao dịch cà phê Buôn Ma Thuột gửi Bộ Công Thương"<sup>67</sup>
91. Trường đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh (2009), "Thực trạng rủi ro và việc quản trị rủi ro hàng hóa nông sản tại Việt Nam"<sup>68</sup>
92. Union nations conference on trade and development - UNCTAD (1997), "Emerging commodity exchanges: From potential to success"
93. Union nations conference on trade and development - UNCTAD (1998), "The feasibility of a tropical plywood futures contract"
94. Union nations conference on trade and development - UNCTAD (2006), "Overview of the world's commodity exchanges"
95. Union nations conference on trade and development - UNCTAD (2009), "Development Impacts of Commodity Exchanges in Emerging Markets"
96. United States Agency International Development - USAID (2006), « Guide d'exportation des produits agro-alimentaires pour les marchés américain et européen », *West Africa Trade Hub (WATH) – Centre Ouest-Africain pour le commerce*
97. Varangis P.; Larson D. (1996), "Dealing with Commodity Price Uncertainty", *The World Bank, International Economics Department, Commodity Policy and Analysis Unit*
98. Viện chính sách và chiến lược phát triển NNNT, Trung tâm tư vấn chính sách và quản lý kinh tế (2006), "Nghiên cứu tiêu thụ cà phê trong nước tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh"<sup>69</sup>
99. Wang Q., Chidmi B. (2011), "Cotton hedging: A comparison across Developing and Developed Countries", *Modern Economy*
100. Weller, P. (1992), "The theory of futures markets", *Oxford UK & Cambridge USA*
101. World Bank (1994), "Global economic prospects and the developing countries", *World Bank*
102. World Bank (2001), "Global economic prospects and the developing countries", *World Bank*
103. Zhang, J. (2012), "The feasibility and Challenges of Introducing Futures Exchange to the Shrimp Markets", *Norges Handelshoyskole*

---

<sup>67</sup> Le Centre du café BuônMaThuot (2012), "Rapport du BCEC envoyé au MOIT"

<sup>68</sup> L'université de l'économie HoChiMinh (2009), "La situation des risques et la gestion des risques pour les produits agricoles au Vietnam"

<sup>69</sup> L'institut des politiques et stratégies agricoles et rurales, Centre de consultation des politiques et de la gestion économique (2006), "L'étude sur la consommation domestique à Hanoi et Hochiminh – ville"

## II. LES DOCUMENTS JURIDIQUES

104. Bộ Công Thương (2009), “Thông tư số 03/2009/TT-BCT ngày 10/02/2009 hướng dẫn hồ sơ, trình tự, thủ tục cấp giấy phép thành lập và quy định chế độ báo cáo của sở giao dịch hàng hóa theo quy định tại Nghị định 158/2006/NĐ-CP ngày 28/12/2006 của Chính phủ »<sup>70</sup>
105. Bộ công thương (2010), “Giấy phép thành lập Sở Giao dịch hàng hóa số 4596/GP-BCT ngày 01 tháng 09 năm 2010”<sup>71</sup>
106. Bộ công thương (2010), “Quyết định số 4361/QĐ-BCT ngày 18/08/2010 về việc công bố danh mục hàng hóa được phép giao dịch qua sở giao dịch hàng hóa”<sup>72</sup>
107. Bộ công thương (2010), “Thông tư số 46/2010/TT-BCT ngày 31 tháng 12 năm 2010 của Bộ Công thương quy định về “ quản lý hoạt động của các website thương mại điện tử bán hàng hóa và cung ứng dịch vụ «<sup>73</sup>
108. Bộ công thương (2011), “Quyết định số 0106/QĐ-BCT ngày 10/01/2011 sửa đổi, bổ sung giấy phép thành lập sở giao dịch hàng hóa Việt Nam”<sup>74</sup>
109. Bộ chính trị (2001), “Nghị quyết số 07-NQ/TW ngày 27/11/2001 Về hội nhập kinh tế quốc tế”<sup>75</sup>
110. Bộ nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam (2014), “ Quyết định số 3417/QĐ-BNN-TT về việc phê duyệt đề án phát triển cà phê bền vững đến năm 2020 »<sup>76</sup>
111. Chính phủ Việt Nam (2006), “Nghị định số 158/2006/NĐ-CP ngày 28/12/2006 quy định chi tiết Luật Thương mại về hoạt động mua bán hàng hóa qua sở giao dịch hàng hóa”<sup>77</sup>
112. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (1994), “Quyết định số 203/QĐ-NH9 về việc thành lập và Quy chế tổ chức hoạt động của Thị trường ngoại hối”<sup>78</sup>
113. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (1994), “Quyết định số 203-QĐ/NH13 ngày 20 tháng 9 năm 1994 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước về Quy chế tổ chức và hoạt động

---

<sup>70</sup> Le ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam (2009), “Circulaire No.03/2009/TT-BCT donnant des règles relatives au dossier, à la procédure pour la création d'une bourse de marchandises et des règles concernant son mécanisme de publication des informations selon le Décret No. 158/2006/ND-CP daté le 28 Décembre 2006 du Gouvernement”

<sup>71</sup> Le ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam (2010), “La licence d'établissement de la bourse de marchandises du Vietnam No. 4596/GP-BCT datée le 1<sup>er</sup> Septembre 2010”

<sup>72</sup> Le ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam (2010), “Décision No. 4361/QĐ-BCT datée le 8 Août 2010 sur la promulgation de la liste des marchandises permises d'être négociées sur la bourse de marchandises”

<sup>73</sup> Le ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam (2010), “Circulaire No. 46/2010/TT-BCT daté le 31 Décembre 2010 sur la gestion des activités des site du commerce électronique des marchandises et services”

<sup>74</sup> Le ministère de l'Industrie et du Commerce du Vietnam (2011), “Décision No. 0106/ QĐ-BCT datée le 10 Janvier 2011 sur la modification de la licence d'établissement de la bourse de marchandises du Vietnam ”

<sup>75</sup> Comité central du Parti communiste du Vietnam, « La résolution No. 07-NQ/TW datée du 27 Novembre 2001 sur l'intégration de l'économie internationale”

<sup>76</sup> Le ministère de l'agriculture et du développement rural du Vietnam (2014), “Décision No.3417/QĐ-BNN-TT sur l'approuve du projet du développement durable du café vers 2020”

<sup>77</sup> Le gouvernement du Vietnam (2006), “Décret No. 158/2006/ND-CP daté le 28 Décembre 2006 du Gouvernement, détaillant des règles de la Loi commerciale sur des activités d'achat et de vente sur la bourse de marchandises”

<sup>78</sup> La banque d'Etat du Vietnam (1994), “Décision No. 203/QĐ-NH9 sur la création et les règlements du marché de change au Vietnam”



- của Thị trường Ngoại tệ liên ngân hàng”<sup>79</sup>
114. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (1998), “Quyết định số 17/1998/QĐ-NHNN7 về Quy chế hoạt động giao dịch hối đoái”<sup>80</sup>
  115. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2015), “Quyết định số 1595/QĐ-NHNN ngày 11/8/2015 quy định về tỷ giá giao ngay giữa đồng Việt Nam với các ngoại tệ của các tổ chức tín dụng được phép, theo đó, biên độ tỷ giá giữa Đồng Việt Nam và Đô la Mỹ được điều chỉnh tăng từ +/-1% lên +/-2%”<sup>81</sup>
  116. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2015), “Quyết định số 1636/QĐ-NHNN ngày 18/8/2015 quy định về tỷ giá giao ngay giữa đồng Việt Nam với các ngoại tệ của các tổ chức tín dụng được phép, theo đó, biên độ tỷ giá giữa đồng Việt Nam và đô la Mỹ được điều chỉnh tăng từ +/-2% lên +/-3%”<sup>82</sup>
  117. Quốc hội Việt Nam (2005), “Luật Thương mại”<sup>83</sup>
  118. Quốc hội Việt Nam (2005), “Luật Doanh nghiệp”<sup>84</sup>
  119. Thủ tướng Chính phủ (2007), “Quyết định số 27/2007/QĐ-Ttg ngày 15/02/2007 về việc Phê duyệt đề án phát triển thương mại trong nước đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020”<sup>85</sup>
  120. Ủy ban thường vụ quốc hội (2005), “Pháp lệnh ngoại hối số 28/2005/PL-UBTVQH11”<sup>86</sup>
  121. Văn phòng Chính phủ (2010), “Công văn số 9254/VPCP-KTN ngày 22/12/2010 về việc thí điểm mô hình sàn giao dịch cà phê”<sup>87</sup>
  122. Văn phòng Chính phủ (2012), “Công văn số 3178/VPCP-KTN ngày 09/05/2012 về việc cho phép trung tâm giao dịch cà phê Buôn ma Thuật tiếp tục thực hiện giao dịch kì hạn tới ngày 31/12/2012”<sup>88</sup>

---

<sup>79</sup> La banque d'Etat du Vietnam (1994), “Décision No. 203-QĐ/NH13 daté le 20 Septembre 994 sur les règlements concernant l'organisation et le fonctionnement du marché interbancaire de change au Vietnam”

<sup>80</sup> La banque d'Etat du Vietnam (1998), “Décision No. 17/1998/QĐ-NHNN7 sur les règlements concernant les transactions de change”

<sup>81</sup> La banque d'Etat du Vietnam (2015), “Décision No. 1595/QĐ-NHNN datée 11/8/2015 sur le taux de change au comptant entre le dong et les devises étrangères chez les institutions financières, selon laquelle, l'amplitude du mouvement du taux de change entre le dong et le dollar américain est augmentée de +/-1% à +/-2%”

<sup>82</sup> La banque d'Etat du Vietnam (2015), “Décision No. 1636/QĐ-NHNN datée 18/8/2015 sur le taux de change au comptant entre le dong et les devises étrangères chez les institutions financières, selon laquelle, l'amplitude du mouvement du taux de change entre le dong et le dollar américain est augmentée de +/-2% à +/-3%”

<sup>83</sup> Le parlement du Vietnam (2005), “La Loi commerciale No. 36/2005/QH11”

<sup>84</sup> Le parlement du Vietnam (2005), “La Loi de l'Entreprise No. 60/2005/QH11”

<sup>85</sup> Le premier ministre (2007), “Décision No. 27/2007/QĐ-Ttg datée le 15 Février 2007 sur l'approuve du projet concernant le développement du commerce domestique jusque'en 2010 et l'orientation vers l'année 2020”

<sup>86</sup> Le comité permanent de l'Assemblée nationale (2005), “Ordonnance sur le change No. 28/2005/PL-UBTVQH11”

<sup>87</sup> Le bureau du Gouvernement (2010), “Circulaire No 9254/VPCP-KTN daté le 22/12/2010 sur l'essai du modèle de la bourse du café”

<sup>88</sup> Le bureau du Gouvernement (2012), “Circulaire No 3178/VPCP-KTN daté le 09/05/2012 sur l'acceptation des opérations à terme sur le centre du café BuonMathuot jusqu'au 31/12/2012”



### III. LES SITES

123. *Bonne pratique agricole* Récupéré sur Wikipedia: [https://fr.wikipedia.org/wiki/Bonne\\_pratique\\_agricole](https://fr.wikipedia.org/wiki/Bonne_pratique_agricole)
124. *Bộ công thương Việt Nam (MOIT)*<sup>89</sup> Récupéré sur <http://www.moit.gov.vn/vn/Pages/Trangchu.aspx>
125. *Bộ nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam (MARD)*<sup>90</sup> Récupéré sur <http://www.mard.gov.vn/Pages/home.aspx>
126. *Caféiculture au Vietnam* Récupéré sur Wikipedia: [http://fr.wikipedia.org/wiki/Caféiculture\\_au\\_Việt\\_Nam](http://fr.wikipedia.org/wiki/Caféiculture_au_Việt_Nam)
127. *CME Group* Récupéré sur [www.cmegroup.com](http://www.cmegroup.com)
128. *Hải quan Việt Nam*<sup>91</sup> Récupéré sur <http://www.customs.gov.vn/>
129. *Hiệp hội cà phê và ca cao Việt Nam (VICOFA)*<sup>92</sup> Récupéré sur [www.vicofa.org.vn](http://www.vicofa.org.vn)
130. *Intercontinental Exchange (ICE)* Récupéré sur Theice: <https://www.theice.com>
131. *Le café dans le monde, goût & tradition* Récupéré sur Krups: <http://www.krups.fr/fr/cafe/culture-cafe/articles-culture-cafe/le-cafe-dans-le-monde-gout-et-tradition/>
132. *Les origines du café: la légende du berger Kaldi* Récupéré sur Santé et Café: <http://www.santeetcafe.com/les-origines-du-cafe-la-legende-du-berger-kaldi/>
133. *Organisation internationale du café (OIC)* Récupéré sur <http://www.ico.org>
134. *Thị trường cà phê Việt Nam và cơ hội cho doanh nghiệp trong nước (2010)*<sup>93</sup> Récupéré sur Brandsvietnam: <http://www.brandsvietnam.com/146-Thi-truong-ca-phe-Viet-Nam-va-co-hoi-cho-doanh-nghiep-trong-nuoc>
135. *Trung tâm giao dịch cà phê Buôn Ma Thuột (BCEC)*<sup>94</sup> Récupéré sur <http://bcec.vn>
136. *USDVND Spot Exchange Rate* Récupéré sur Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/quote/USDVND:CUR>
137. *Vernimmen net* Récupéré sur <http://www.vernimmen.net>
138. *World Trade organization (WTO)* Récupéré sur <http://www.wto.org>

---

<sup>89</sup> Le ministère de l'industrie et du commerce du Vietnam

<sup>90</sup> Le ministère de l'agriculture et du développement rural du Vietnam

<sup>91</sup> La Douane du Vietnam

<sup>92</sup> L'association du café et cacao du Vietnam

<sup>93</sup> Le marché du café au Vietnam et l'opportunité pour les entreprises domestiques

<sup>94</sup> Le centre du café BuônMaThuot